


Daniel Pecaut • Corey Wrenn



Börsenbuch  Verlag

# UNIVERSITY OF **BERKSHIRE HATHAWAY**

20 Jahre Aktionärstreffen:  
Die wichtigsten Lektionen von  
**WARREN BUFFETT**  
und  
**CHARLIE MUNGER**



**DANIEL PECAUT • COREY WRENN**



UNIVERSITY OF  
**BERKSHIRE  
HATHAWAY**

**20 JAHRE AKTIONÄRSTREFFEN:  
DIE WICHTIGSTEN LEKTIONEN VON**

**WARREN BUFFETT  
UND  
CHARLIE MUNGER**



Die Originalausgabe erschien unter dem Titel  
University of Berkshire Hathaway: 30 Years of Lessons Learned from Warren Buffett  
& Charlie Munger at the Annual Shareholders Meeting  
ISBN 978-0-9984062-6-8

Copyright der Originalausgabe 2017:  
Copyright © 2017 by Daniel Pecaut & Corey Wrenn  
Originally published by Pecaut & Company in 2017  
All rights reserved.

Copyright der deutschen Ausgabe 2019:  
© Börsenmedien AG, Kulmbach

Übersetzung: Matthias Schulz  
Gestaltung Cover: Julia Reinel  
Gestaltung und Satz: Sabrina Slopek  
Bildquelle: Shutterstock  
Lektorat: Sebastian Politz  
Druck: GGP Media GmbH, Pößneck

ISBN 978-3-86470-618-9  
eISBN 978-3-8647061-9-6

Alle Rechte der Verbreitung, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen Wiedergabe und der Verwertung durch Datenbanken oder ähnliche Einrichtungen vorbehalten.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek: Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <<http://dnb.d-nb.de>> abrufbar.

**BÖRSEN  MEDIEN**  
A K T I E N G E S E L L S C H A F T

Postfach 1449 • 95305 Kulmbach  
Tel: +49 9221 9051-0 • Fax: +49 9221 9051-4444  
E-Mail: [buecher@boersenmedien.de](mailto:buecher@boersenmedien.de)  
[www.boersenbuchverlag.de](http://www.boersenbuchverlag.de)  
[www.facebook.com/boersenbuchverlag](https://www.facebook.com/boersenbuchverlag)

*OceanofPDF.com*

Dieses Buch ist meinem Helden gewidmet, Russell B. Pecaut (1902–2000, Dow Jones Industrial Average: 67–11.551). „Papa“, wie wir Enkelkinder ihn nannten, war ein unerschütterlich gut gelaunter Gentleman. Er hat mich in meiner beruflichen Entwicklung sehr unterstützt. Er hat mich gelehrt, dass Optimismus eine Entscheidung ist und dass ein einmal gegebenes Wort gilt. Die Welt könnte ein paar mehr Menschen wie Russell Pecaut gebrauchen. Papa, das hier ist für dich.

**Daniel Pecaut**

*[OceanofPDF.com](http://OceanofPDF.com)*

# INHALT

---

## Das elektronische Archiv

### Einführung

1998

1999

2000

2001

2002

2003

2004

2005

2006

2007

2008

2009

2010

2011

2012

2013

2014

2015

2016

2017

**ANHANG I: Am Anfang war die Kapitalzuteilung**

**ANHANG II: Spektakuläre Zugewinne bei der Beliebtheit**

**ANHANG III: Lektionen aus der Berkshire Mall**

**ANHANG IV: Verhältnis von Barmitteln, Aktien und Anleihen**

**ANHANG V: Über die Arbeit an diesem Buch**

**Danksagungen und Charts**

*[OceanofPDF.com](http://OceanofPDF.com)*



# DAS ELEKTRONISCHE ARCHIV

---

Auf die Frage, warum er so häufig im Fernsehen auftritt, antwortete Warren Buffett: Er mag diese Form der elektronischen Aufzeichnung, denn so besteht nicht die Gefahr, dass man ihn falsch zitiert oder falsch versteht. Tritt er bei Charlie Rose<sup>1</sup> auf, weiß er, dass die Aufzeichnung von Dauer ist und genau das wiedergibt, was er gesagt hat.

– Auszug aus unseren Notizen zur Aktionärsversammlung 2010

Das folgende Buch ist kein elektronisches Archiv, es ist vielmehr das Ergebnis fieberhaften Mitschreibens bei 20 Jahreshauptversammlungen von Berkshire Hathaway. Wir, die Autoren, sind der Meinung, dass unsere Notizen die grundlegende Bedeutung und die dahinterstehende Absicht möglichst wahrheitsgetreu wiedergeben. Wo auch immer uns das nicht gelungen sein sollte, bitten wir im Voraus um Entschuldigung.

<sup>1</sup> Anm. d. Übers.: Moderator einer gleichnamigen Talkshow, die viele Jahre im amerikanischen Fernsehen lief.

# EINFÜHRUNG

---

Auch mein Dad war mein Held, so wie bei Ihnen. Dick war ein toller Kerl und ein kluger Kopf. Sie hatten Glück, ihn als Vater, Lehrer und Inspiration haben zu dürfen.

– Warren E. Buffett (auf die Rückseite eines Rundschreibens von Pecaut & Company geschrieben)

Als mein Vater Dick Pecaut 2009 starb, verfasste ich für das monatliche Rundschreiben meiner Investmentfirma einen liebevollen Nachruf auf ihn. Einige Tage später erhielt ich eines der Rundschreiben zurück. Auf der Rückseite hatte mir das „Orakel von Omaha“, Warren Buffett höchstpersönlich, eine handgeschriebene Botschaft zukommen lassen – der Mann, dessen Denkweise, dessen Strategien und dessen Anlageerkenntnisse mein Geschäftspartner Corey und ich seit drei Jahrzehnten studieren. Der Mann, bei dem wir uns geehrt fühlen, seine Weisheiten mit Ihnen auf den folgenden Seiten teilen zu dürfen.

Buffetts Notiz zum Lebenswerk meines Vaters als Anlageberater war herzerwärmend. Gleichzeitig bestätigt sie sowohl die Rundschreiben, die dieses Buch ausmachen, wie auch unsere Arbeit als Anlageberater.

Schon lange kommentieren wir die Arbeit Berkshire Hathaways. Unsere Analysen zu Berkshire Hathaways Chairman Warren Buffett und Vice Chairman Charlie Munger wurden in der *New York Times*, dem *Money Magazine*, *Schiff's Insurance Observer* und vielen anderen Investmentpublikationen abgedruckt. Eines unserer Rundschreiben wurde in dem Buch *The Real Warren Buffett: Managing Capital, Leading People*<sup>1</sup> von James O'Loughlin thematisiert.

Seit Jahren senden wir unser Rundschreiben ungebeten auch an die Firmenzentrale von Berkshire Hathaway. Bis zu dieser wohlüberlegten Replik wussten wir nicht, ob sich tatsächlich jemand die Mühe machte, einen Blick in den Umschlag zu werfen.<sup>2</sup>

Corey und ich waren wie elektrisiert: Buffett las unser Rundschreiben! Das bedeutete, was wir schrieben und was wir zu wertorientiertem Anlegen zu

sagen hatten, war für den Meister höchstpersönlich von Interesse! Und persönlich kann ich, damals gerade um meinen Vater trauernd, sagen, dass ich nur selten in meinem Leben derart herzliche und aufbauende Worte erhalten habe. Dafür werde ich ihm ewig dankbar sein.

Persönliche Botschaften vom weltgrößten Investor waren bei uns allerdings keineswegs an der Tagesordnung.

## Die Anfänge

Ich habe 1979 Harvard mit einem Abschluss in Philosophie verlassen. Während des Studiums belegte ich gerade einmal einen einzigen Kurs zum Thema Wirtschaftswissenschaften. Mir war das zu theoretisch und es ähnelte so gar nicht dem Investieren, wie ich es aus dem Unternehmen meiner Familie kannte. Mein Großvater, mein Vater und mein Onkel hatten 1960 das Börsenmaklerunternehmen Pecaut & Company gegründet. Mein Großvater Russell erzählte häufig mit Staunen in der Stimme, dass sie ab Tag 1 Geld verdient und ihren Schritt nie bereut hätten.

Ich selbst stieg Ende der 1970er-Jahre ins Familiengeschäft ein und arbeitete den Sommer über in der Verwaltung. Ich erledigte die Hilfsarbeiten und dazu gehörte es auch, die Belegbögen zum S&P 500<sup>3</sup> auf den neuesten Stand zu bringen.

Damals verschickte Standard & Poor's an seine Kunden farblich gekennzeichnete Hefter, die wie ein Satz Enzyklopädien alphabetisch geordnet waren. Jeden Monat traf mit der Post ein Paket mit Blättern ein, die farblich zu den Heftern passten. Grüne Blätter waren die großen Konzerne, gelb war für Aktien kleinerer Unternehmen. Blau stand für Anleihen. Nun musste jemand hergehen und die alten Blätter aus den Heftern nehmen und durch die neuen ersetzen. Dieser Jemand war ich. Ich habe sehr viel gelernt, als ich diese Blätter las.

Nach meinem Abschluss trat ich eine Vollzeitstelle im Familienunternehmen an. Ich hatte das Gefühl, der Aufgabe überhaupt nicht gewachsen zu sein und nicht die geringste Ahnung zu haben. Unser Familienbetrieb war sehr klein, so etwas wie eine formelle Ausbildung oder Strukturen zur Einarbeitung existierten nicht. Nur selten setzte sich mein Vater mit mir zusammen und sprach darüber, wie die Dinge liefen. Ich quälte mich damit, wie schlecht ich meiner Meinung nach arbeitete. Erfahrung sammelte ich durch Ausprobieren, durch Versuch und Irrtum, wenn man so will.

Ein Irrtum, den ich beging, war der Optionshandel. Das war schnell und aufregend, theoretisch konnte man binnen kürzester Zeit sein Geld verdreifachen. Jetzt muss man dieses Kunststück doch nur noch ein paar Mal wiederholen und schon hat man ein sehr gutes Jahr. Ein Jahr lang tüftelte ich an einer Erfolgsstrategie für den Optionshandel. Und wie fiel meine

Bilanz am Ende dieses Jahres aus? Ich hatte ungefähr 100 Dollar verdient. Bricht man das auf die Zahl an Stunden herunter, die ich damit verbracht hatte, kam ich auf einen Stundenlohn von etwa 10 Cent.

Das war ganz offensichtlich die Mühe nicht wert. Auf kurze Sicht zu handeln, mag für den einen oder anderen funktionieren, aber meine Sache war es nicht. Ich brauchte einen anderen, besseren Ansatz.

1982 dann las ich das Buch *The Money Masters* von John Train. Darin werden neun herausragende Investoren vorgestellt, unter anderem John Templeton und Warren Buffett. Bei der Lektüre dieses Buchs ging mir ein Licht auf und ich erklärte: „Ich gehe wieder zur Schule. Diese Investoren sind meine Professoren. Mein Lehrplan wird alles sein, was sie sagen und schreiben.“ Was war ich aufgeregt. Ich würde die genialsten Investoren der Welt studieren, als seien sie meine Harvard-Professoren. Ich war begierig darauf, alles über sie zu erfahren und dahinterzukommen, wie man so wie sie investiert.

Von nun an definierte ich meine Rolle im Unternehmen dahingehend, dass ich dort sei, um zu lernen. Je mehr ich lernte, glaubte ich, desto besser würden meine Entscheidungen sein und desto besser würde ich unseren Kunden helfen können.

Wer zählte also im Laufe der Zeit zu meinen Professoren? Leute wie Sir John Templeton (vom Templeton Growth Fund)<sup>4</sup>, George Michaelis von Source Capital (einem herausragenden geschlossenen Investmentfonds), Jean-Marie Eveillard (der das Unternehmen leitete, das heute als First Eagle Global Fund firmiert), Bob Rodriguez (First Pacific Advisors) oder Marty Whitman (Third Avenue Value Investors). Diese Fachleute vermittelten allesamt großartige Erkenntnisse und Anleitung.

Unter all diesen brillanten „Professoren“ aber gab es keine, die lehrreicher waren als Warren Buffett und Charlie Munger von Berkshire Hathaway.

Sobald ich erkannt hatte, dass Buffett zu den Leuten gehörte, von denen ich lernen wollte, verschlang ich all seine jährlichen Schreiben an die Berkshire-Aktionäre. Ich lernte jemanden kennen, der noch die Schreiben aus der Zeit hatte, bevor Buffett Berkshire übernahm, und auch diese verschlang ich. Ich fand es toll, sie zu lesen.

Von meinem Zuhause aus waren es mit dem Auto gerade einmal 90 Minuten nach Omaha, wo Berkshires Jahreshauptversammlung stattfindet. Doch um daran teilnehmen zu können, musste man Aktionär sein.

Mutig kaufte ich noch im selben Jahr eine einzelne Berkshire-Hathaway-Aktie. Preis: 2.570 Dollar. Diese eine Aktie ebnete den Weg für eine seit über 30 Jahren andauernde erstklassige Ausbildung bei zwei der allerbesten Professoren, bei denen man das Glück haben kann, etwas zu lernen.

„Universität Berkshire Hathaway“

Ich erinnere mich noch ganz deutlich an meine erste Aktionärsversammlung 1985. Es war eine spannende und gleichzeitig heimelige Angelegenheit im Joslyn Art Museum in Omaha.

An der Tür stand Corey Wrenn, ein örtlicher Wirtschaftsprüfer, den ich kannte, und kontrollierte die Tickets.<sup>5</sup> Er war relativ neu dabei, arbeitete nämlich erst seit 1983 in Berkshires Revisionsabteilung.

Corey hatte nach dem College zwei Jahre in Sioux City, Iowa, als Buchprüfer gearbeitet. Dann kam er zu der Erkenntnis, dass er das nicht für den Rest seines Lebens würde machen wollen. Während er sich nach einer neuen Beschäftigung umsah, rief ihn ein Headhunter aus Omaha an. Berkshire Hathaway suche einen Betriebsprüfer, erklärte er ihm. „Berkshire wer?“, erwiderte Corey. „Das Unternehmen von Warren Buffett“, sagte der Headhunter. „Warren wer?“, lautete Coreys Antwort. Er hatte nicht die geringste Ahnung, von wem oder was die Rede war. Trotzdem nahm er das Jobangebot an und arbeitete mit sechs, sieben anderen Leuten in der Revisionsabteilung. Sie prüften die Tochterfirmen von Berkshire und bereiteten Abschlüsse für die Quartalsberichtserstattung und für Buffetts persönlichen Gebrauch vor.

Als ich erfuhr, dass Corey dort angestellt worden war, überkam mich ein Anflug von Eifersucht. Er konnte aus erster Hand von Buffett lernen, darauf war ich neidisch.<sup>6</sup>

Aber mir ging es damals nicht um Corey, mein Blick klebte an der Bühne. Vor einem Publikum von 300 Aktionären („Ganz schön viel“, dachte ich damals) saßen dort Warren Buffett und Charlie Munger.

Mir war klar: Wenn ich etwas lernen wollte, würde ich aufstehen und fragen müssen, was ich wissen wollte. Also füllte ich Seite um Seite mit detaillierten Fragen und bereitete mich auf meinen Gang zum Mikrofon vor.

Nervös stellte ich meine einzige Frage und ihre Antwort sprudelte förmlich vor geistiger Klarheit und Intellekt. „Wow“, dachte ich. „Was für eine fantastische Antwort. Sie haben meine blöde Frage genommen und daraus ein Meisterwerk geformt.“

„Warum bin ich erst jetzt hier?“, fragte ich mich als Nächstes. „Warum war ich nicht schon früher hier?“

Bei dieser Aktionärsversammlung erfuhr ich, dass Berkshire 80 Prozent von Wesco Financial gehörte, wo Charlie Munger als Chairman fungierte. Also flog ich nach Pasadena, um an der Aktionärsversammlung von Wesco teilzunehmen. Das war eine deutlich intimere Veranstaltung.

Bei der ersten Wesco-Aktionärsversammlung, an der ich teilnahm, waren nur 15 Leute anwesend und die Hälfte davon war bei dem Unternehmen beschäftigt. Erneut hatte ich Fragen vorbereitet. Nach meinen ersten drei Fragen war klar, dass ich noch deutlich mehr Fragen stellen würde.

Ich war nervös. Hinter seiner Brille mit Gläsern so dick wie der Boden einer Coca-Cola-Flasche strahlte Munger eine beeindruckende Präsenz aus.

Er wirkte wie ein alter Professor, der keine Geduld für dumme Leute aufbringt. Ich stand auf und stammelte: „Es tut mir leid, aber ich habe jede Menge Fragen. Sieht so aus, als würde ich als einziger alle Fragen stellen. Ich hatte nicht vorgehabt, die Versammlung an mich zu reißen.“

Freundlich antwortete Munger: „Deshalb sind wir doch hier. Ich werde Ihre Fragen bis zur letzten beantworten. Wer vorher gehen möchte, kann dies tun. Aber ich werde hier sein.“<sup>7</sup>

„Wow“, dachte ich, „na schön, dann legen wir mal los.“ Ich weiß nicht, wie lange das Ganze letztlich dauerte, aber ich war im siebten Himmel. Dieses Maß an Erfahrung direkt vorgesetzt zu bekommen, hat meinen Lernprozess zweifelsohne beschleunigt.

„Universität Berkshire Hathaway“, das war mein Spitzname für die angesammelten Weisheiten von Warren Buffett und Charlie Munger.

Der Lehrplan eines jeden Jahrs besteht aus den Jahresberichten von Berkshire Hathaway und den Vorträgen, die auf den Jahreshauptversammlungen gehalten wurden. Der Studiengang ist nun auf diesen Seiten abrufbar. Corey und mich hat er deutlich mehr als jede andere Quelle über das Investieren gelehrt.

Für unsere Weiterentwicklung als Value Investors, als wertorientierte Anleger, war es sehr wichtig, Berkshires Jahresberichte zu studieren, den jährlichen Aktionärsbrief zu lesen und Buffett und Munger bei der Jahreshauptversammlung zuzuhören. Das waren die zentralen Bausteine unseres Lehrplans – eines Programms, das es problemlos mit den meisten MBA-Studiengängen aufnehmen kann.<sup>8</sup> Diese Punkte sind die Ecksteine unserer fortwährenden Weiterbildung.

Für uns beide ist es ganz klar die beste Investition, die wir jemals getätigt haben.

Einmal im Jahr steht einem das wohl beste Investmentteam der Welt zur Verfügung und beantwortet Fragen. Es ist ein fantastisches alljährliches Tutorium zur Geschäftswelt. Buffett hat erklärt, dass er früher Angst davor hatte, öffentlich zu sprechen. (Allein schon die Vorstellung machte ihn körperlich krank.) Zum Glück sind Buffett und Munger mit der Zeit immer mehr in die Lehrerrolle hineingewachsen. Heute sind sie hervorragend darin, Wissen zu vermitteln. Ihre Weisheit und ihre Bereitschaft, andere an ihrem Wissen teilhaben zu lassen, machen jede Jahreshauptversammlung zu einem unbezahlbaren Kapitel in einer Reihe herausragender Vorträge.

## Der unaufhaltsame Aufstieg von Berkshire Hathaway

Die Behauptung, Warren Buffett und Charlie Munger seien die größten Investoren unserer Zeit, würde an der Wall Street wohl nur wenig Widerspruch erwecken. Sie sind genial, wenn es darum geht, immaterielle Vermögenswerte zu erkennen und ihren Wert richtig einzuschätzen.

Für einen Value Investor sieht der Idealfall so aus: Man entdeckt ein Unternehmen, das dabei ist, seinen inneren Wert zu steigern. Idealerweise verzeichnet das Unternehmen gerade Kursverluste, wodurch es mit der Zeit zu einem noch besseren Geschäft wird. Niemand hat dieses Prinzip so effektiv angewandt wie Buffett und Munger. In den vergangenen 50 Jahren strebten sie beständig danach, gute Unternehmen ganz oder in Teilen günstig zu erwerben. Um mit diesem Ansatz Erfolg zu haben, muss man seine Emotionen im Griff haben. Buffett und Munger ragen aus der Masse heraus, wenn es darum geht, den Wert eines Unternehmens richtig zu interpretieren und in seinen Handlungen unerbittliche Rationalität walten zu lassen.

Die Ergebnisse waren atemberaubend.

Unter der Führung von Buffett und Munger hat sich Berkshire Hathaway zu einer der größten Wirtschaftsgeschichten des 20. und 21. Jahrhunderts entwickelt.

## Ein kurzer Abstecher in die Geschichte

Warren Buffett hat an der Universität von Nebraska studiert, anschließend schrieb er sich an der Columbia Business School ein. Dort wollte er vom Vater des Value Investing lernen – von Benjamin Graham. Buffett wurde Grahams bester Student, anschließend holte ihn Graham zu seinem Anlageunternehmen Graham Newman.

Mit den Erfahrungen, die er dort sammeln konnte, gründete Buffett schließlich seine eigene Partnerschaft in Omaha. Von Anfang an schnitt er phänomenal ab. Aus 10.000 Dollar, die man 1956 in seine Partnerschaft investierte, wurden bis 1969 satte 200.000 Dollar. Das entspricht einer Durchschnittsrendite von 25,9 Prozent pro Jahr. Es ist unglaublich, aber das Unternehmen verzeichnete nicht ein einziges negatives Jahr – und das, obwohl der Markt während dieser Phase sechs Jahre lang negativ abschloss.

1959 lernte Buffett auf einer Dinnerparty Charlie Munger kennen, der wie er aus Omaha stammte. Beide erkannten sofort, wie intelligent ihr Gegenüber war. Munger hatte im Rechtswesen gearbeitet, aber Buffett überzeugte ihn davon, dass er, wenn er richtig Geld verdienen wolle, ins Investmentbusiness einsteigen solle.<sup>9</sup> Munger gründete 1962 seine eigene Investitionspartnerschaft Wheeler, Munger & Co. Er und Buffett arbeiteten von da an bei einigen Investmentideen zusammen, sowohl formell als auch informell.

Berkshire Hathaway war ursprünglich ein Textilunternehmen aus den Neuenglandstaaten. Die Aktie wurde mit massivem Abschlag gehandelt, der Buchwert belief sich auf 19 Dollar, das Nettoumlaufvermögen auf mehr als 11 Dollar pro Aktie und Buffett kaufte sich für 7 bis 8 Dollar pro Anteil ein. Er erwarb die Aktien mit einem Abschlag auf die Nettoliquidität und liquiditätsnahe Vermögenswerte.

Damals war der Abstieg der Textilindustrie in den USA in vollem Gange. Berkshire Hathaway konsolidierte und stieß Vermögenswerte ab. Mit den Einnahmen aus diesen Geschäften kaufte das Unternehmen seine Aktien zurück – ein kluger Schachzug, da die Aktie dermaßen billig war. 1963 schlug Berkshire in großem Stil zu und kaufte nahezu ein Drittel seiner Anteile zurück. Die Eigner von Berkshire Hathaway verfolgten Buffetts Vorgehen voller Argwohn und wollten ihn aus ihrem kleinen Königreich hinausdrängen. Sie boten ihm 11,50 Dollar pro Aktie. Buffett willigte ein. Das wären etwa 40 Prozent Gewinn in einem kurzen Zeitraum gewesen.

Dann jedoch kam das schriftliche Angebot und es belief sich auf weniger als auf den vereinbarten Betrag. Zwar waren es nur Pennys, aber die Unaufrichtigkeit ärgerte Buffett. Versuchten die doch glatt, ihn um 12,5 Cent pro Aktie zu leimen! Also ging Buffett den anderen Weg: Er kaufte in zunehmendem Maße Anteile von Berkshire, bis er die Kontrolle über das Unternehmen an sich reißen konnte. Dann setzte er den Kerl, der ihn hatte leimen wollen, vor die Tür. 1964 übernahm Warren Buffett die Macht bei diesem kleinen Textilbetrieb aus Neuengland und das Unternehmen wurde seine neue Basis für Investitionen.

Sein Vorgehen ergab damals überhaupt keinen Sinn: Buffett hatte ein Unternehmen gekauft, das sich auf einem absteigenden Ast befand und für dessen Führung er nicht im Geringsten befähigt war. Später sollte er witzeln, er hätte doch lieber das Geld nehmen sollen, das wäre die klügere Entscheidung gewesen.

Tatsächlich erwies sich das Textilunternehmen als ein perfektes Mittel für Investitionen. Mit den Berkshire-Hathaway-Aktien verfügte Buffett über ein börsennotiertes Unternehmen mit eigenem Kapital. Wenn es um Finanzmanagement geht, bietet diese Unternehmensstruktur beträchtliche Vorteile.

Vorher, in seiner Partnerschaft, galt: Zogen Aktionäre ihre Aktien ein, kam das Geld dafür direkt aus der Kasse. Wollen hingegen heutzutage Berkshire-Hathaway-Aktionäre ihre Anteile abstoßen, hat das keinerlei Auswirkung auf das zur Verfügung stehende Kapital. Solange Buffett keine Dividende auszahlt, verlässt keinerlei Kapital die Firma. Er konnte das Firmenkapital dazu einsetzen, langfristig zu investieren und andere Unternehmen ganz oder anteilig zu kaufen. Die Struktur von Berkshire macht es darüber hinaus möglich, in speziellen Situationen opportunistisch zu investieren.

Mit den Jahren fuhr Buffett den Textilanteil des Unternehmens zurück. Er verkaufte Vermögenswerte, um mehr Barmittel zur Verfügung zu haben. Mit diesen Mitteln machte er sich daran, seine Maschine zur Vermögensvermehrung zu bauen.

1967 kaufte Buffett das Versicherungsunternehmen National Indemnity, seitdem sind Versicherungsgeschäfte ein zentraler Bestandteil von Berkshire Hathaway. Er liebt das Versicherungsgeschäft. Dank ihres sogenannten



Floats sind Aktivitäten im Versicherungsbereich gut geeignet dafür, Vermögen zu mehren.

Versicherungsunternehmen kassieren Prämien, von denen ein beträchtlicher Teil zurückgelegt wird, um künftige Schadensansprüche begleichen zu können. Diese Reserve (der „Float“) bringt Berkshire Geld ein und dient als Hebel für die Kapitalrendite des Unternehmens. Gelingt es, so zu arbeiten, dass man den Float zu geringen Kosten generieren und mit der Zeit steigern kann, verfügt man über eine Maschine zur Vermögensvermehrung. Munger sagte einmal: „Generiert man einen Float zu drei Prozent per annum und kauft mit den Erlösen aus diesem Float Unternehmen, die 13 Prozent per annum bringen, ist man unserer Einschätzung nach in einer sehr guten Position.“ Nur wenige Investoren begreifen, dass der Float eines der Erfolgsgeheimnisse Berkshires ist.

Auf jeden Dollar Aktienkapital kamen mit der Zeit rund 50 Cent im Float. Berkshire hat im Laufe der Jahre 1,50 Dollar für jeden Dollar Kapital investiert und auf diese Weise seine Renditen gehebelt. Dass Berkshire langfristig so überdurchschnittlich gut abgeschnitten hat, lässt sich darauf zurückführen, dass Buffett und Munger diese brillante Erkenntnis hatten und sie so hervorragend umsetzen konnten. Das ist natürlich nichts, was Sie oder ich einfach so kopieren könnten.

1972 kaufte Berkshire See's Candy. Buffett bezahlte einen höheren Preis, als es normalerweise bei ihm üblich gewesen wäre, aber dafür stellte er fest, was für eine großartige Cash-Maschine eine gute Marke sein kann. Er lernte etwas über die Macht der Marke und die Vorzüge von Unternehmen, die zum Wachsen nicht viel Kapital benötigen. Um Schokolade zu verkaufen, bedarf es nicht viel Innovation. Sie wird nicht obsolet. Hat man eine gute Marke, stehen die Kunden an jedem Valentinstag wieder vor der Tür.

Die Versicherung als Plattform und Qualitätsmarken als Cash-Generatoren – diese beiden Elemente dienten als Grundlage für die Vermögensvermehrungsmaschine, die Berkshire Hathaway darstellt.

Ein anderes wichtiges Unternehmen, das Buffett kaufte, war GEICO. Mit ihm verbindet Buffett eine lange gemeinsame Geschichte. Sein Mentor Ben Graham hielt während seiner Zeit bei Graham Newman GEICO-Anteile. Buffett schrieb seine Abschlussarbeit an der Universität von Nebraska über GEICO. Als er das Unternehmen nun betrachtete, begriff er: GEICO verfügte über ein fantastisches Geschäftsmodell, es musste, um erfolgreich zu sein, nur richtig geführt werden.

Mitte der 1970er-Jahre geriet GEICO in schwieriges Fahrwasser und der Aktienkurs brach ein. Das Unternehmen holte einen neuen CEO, Jack Byrne, und Buffett war zuversichtlich, dass Byrne der richtige Mann für die Aufgabe sein würde. Also kaufte er bergeweise GEICO-Aktien.<sup>10</sup>

Munger liquidierte seine Partnerschaft 1976. Wheeler-Munger hatte zwischen 1962 und 1975 durchschnittlich 24,3 Prozent Gewinnwachstum

pro Jahr verzeichnet, der Dow Jones Industrial Average kam für denselben Zeitraum auf 6,4 Prozent. 1978 wurde Munger Vice Chairman von Berkshire Hathaway.

Neben dieser Aufgabe fungierte er von 1984 bis 2011 noch als CEO und Chairman von Wesco Financial, der Holding für Mutual Savings, eine Bausparkasse in Pasadena. Wesco gehörte zu 80,1 Prozent Blue Chip Stamps, seinerseits wiederum eine hundertprozentige Berkshire-Hathaway-Tochter.<sup>11</sup> Im Laufe der Jahre entwickelte Wesco einen Ruf als eine Art „Mini-Berkshire“, während Munger das Firmenskapital in Rückversicherer, das Büromöbel-Unternehmen Cort, Kansas Bankers Surety und in einige seiner Lieblingsaktien pumpte.

Mit der Zeit hat sich Berkshire Hathaway viele großartige Unternehmen aus unterschiedlichen Branchen zusammengekauft wie etwa Versorgerbetriebe (Berkshire Hathaway Energy), Verbraucherprodukte (Coca-Cola-Anteile) und sogar Medien (die *Buffalo News* und Anteile an der *Washington Post*).

Für die Öffentlichkeit gilt Berkshire seit Langem als eine Art offener Investmentfonds mit großen Aktienbeteiligungen. Dabei werden aber einige Dinge unterschätzt beziehungsweise ignoriert: 1. Berkshires Versicherungsfirmen produzieren beeindruckende Mengen an Float zu geringen Kosten. 2. Berkshire verfügt über einen beeindruckenden und wachsenden Stall an Betriebsgesellschaften, die Cash generieren. 3. Berkshire ist ausgesprochen gut darin, wertsteigernde Transaktionen in die Wege zu leiten.

Mit seinen milliardenschweren Reserven an Barmitteln und festverzinslichen Wertpapieren stellt Berkshire heute ein wahres finanzielles Fort Knox dar. Während des ersten Jahrzehnts des 21. Jahrhunderts (dem „verlorenen Jahrzehnt“) musste sich Buffett Kritik anhören, weil er auf enormen Mengen an Barmitteln und Anleihen saß. Als die Subprime-Hypotheken-Krise ausbrach, wurden Buffett und Munger aktiv und investierten wie wild.

Als Amerikas „Käufer der letzten Instanz“ befand sich Berkshire in der glücklichen Position, bei allen anständigen Geschäften mitmischen zu können. Während die Kleinanleger ihre Anteile abstießen, waren Buffett und Munger damit beschäftigt, zu kaufen und zu kaufen. So erwarben sie eine Eisenbahn (Burlington Northern Santa Fe, BNSF) und das Chemieunternehmen Lubrizol. Sie vergaben Kredite mit Optionen gegen hohe Zinsen. Sie investierten Kapital bei BNSF und bei MidAmerican Energy. Alles in allem dürfte Berkshire während der Subprime-Krise rund 100 Milliarden Dollar ins Spiel gebracht haben – mit Renditen im zweistelligen Prozentbereich.

Im Verlauf der vergangenen 32 Jahre hat Berkshire einen Bestand an fantastischen, voneinander unabhängigen und großartigen Unternehmen

zusammengetragen, die viel Barmittel für weiteres Wachstum generieren. Würde sich Berkshire ausschließlich auf das Geschäft mit Anlageportfolios beschränken, würde man zum Managen dieses Portfolios Anlage-Genies wie Buffett und Munger benötigen, die entscheiden müssten, wann man kauft und wann es besser ist, zu verkaufen.

Aber wenn man über großartige Unternehmen verfügt, ist die Anwesenheit von Buffett und Munger weniger stark gefragt. GEICO wird auch weiterhin Kfz-Versicherungen verkaufen. Burlington Northern wird auch weiterhin Waren auf der Schiene transportieren. Diese Unternehmen werden auch ohne sie weiterlaufen. Auf diese Weise haben Buffett und Munger vorsätzlich Berkshire so aufgestellt, dass es auch nach ihrem Ableben noch weiter erfolgreich agieren wird.

Heute zählt Berkshire Hathaway zu den größten Mischkonzernen der Welt. Das Magazin *Fortune* führte Berkshire 2017 mit einem Umsatz von 223 Milliarden Dollar, einem Gewinn in Höhe von 24 Milliarden Dollar und Vermögenswerten im Umfang von 620 Milliarden Dollar als zweitgrößtes Unternehmen des Landes (hinter Walmart). Mit 283 Milliarden Dollar Eigenkapital und 91 Milliarden Float verfügt Berkshire über reichlich Mittel, seinen operativen Betrieb zu finanzieren.

Beim Börsenwert liegen nur noch Apple, Google/Alphabet, Exxon-Mobil und Microsoft vor Berkshire, wenn es um den Titel des wertvollsten Unternehmens Amerikas geht. Berkshire steht weiterhin für einen soliden Wert, ein unterdurchschnittlich großes Risiko und beispiellose Qualität. Es ist ein herausragendes Unternehmen und sein relativer Wert ist größer als fast alles, was der amerikanische Aktienmarkt zu bieten hat.

## Berkshire vs. S&P 500 (oder 884.319 Prozent zu 12.717 Prozent)

Vor 52 Jahren übernahm Buffett Berkshire und seitdem ist der Buchwert pro Aktie von 19 Dollar auf 172.108 Dollar gestiegen. Das entspricht einer Steigerung von durchschnittlich 19 Prozent pro Jahr. Der S&P bildet einen Querschnitt der amerikanischen Unternehmenswelt ab und gilt insofern als sichere Wahl (weil man nicht alles auf eine Karte setzt). Insofern muss Berkshire also besser als der allgemeine Markt abschneiden, damit sich das Risiko lohnt, Berkshire-Aktien zu halten.

Dieser Auftrag wurde erfüllt: 19 Prozent ist ein fast doppelt so großes Wachstum wie die 9,7 Prozent, die der S&P 500 über denselben Zeitraum von 52 Jahren hinweg jährlich im Schnitt zugelegt hat.

Berkshire hat während negativer Jahre beständig besser abgeschnitten als der S&P 500. Von 52 Jahren schloss der S&P elf Jahre negativ ab. Der kumulierte Verlust für diese elf Jahre beläuft sich auf 251,4 Prozent. Berkshire Hathaway dagegen hatte während desselben Zeitraums nur zwei

negative Jahre und weist für die elf Jahre, die für den S&P 500 negativ verliefen, ein kumuliertes Plus von 117,8 Prozent aus. Das ist ein unglaublicher Vorteil von 369,2 Prozentpunkten gegenüber dem S&P.

Von der Outperformance, die Berkshire gegenüber dem S&P gelang, erwirtschaftete Berkshire über zwei Drittel während negativer Jahre. Das sind die Früchte der „Nicht die Nerven verlieren“-Philosophie, die Buffett und Munger verfolgen. Dass Berkshire auf der Langstrecke dermaßen viel Vermögen schaffen konnte, hat damit zu tun, dass sie verlustbringende Ideen vermieden und es ihnen gelang, auf Bullenmärkten Geld zu verdienen.

Ein kleiner Vorteil bei den jährlichen Zuwächsen schlägt sich mit der Zeit dank des Wiederanlage-Prinzips als gewaltiger Vorteil nieder. Wer 1965 einen Dollar in Berkshire investiert hat, durfte miterleben, wie bis 2016 aus diesem Dollar unglaubliche 884.319 Dollar wurden. Der Zuwachs beim S&P 500 im selben Zeitraum betrug 12.717 Prozent.

Corey und ich kennen diese Zahlen seit Jahren, aber bis heute stehen wir sprachlos vor der unglaublichen Leistung von Buffett und Munger. Ihnen ist eine der größten Vermögensbildungen in der Geschichte der Menschheit gelungen. Fünf Jahrzehnte lang hat sich Geld unter Buffetts Kontrolle auf phänomenale Weise vermehrt.

## „Woodstock für Kapitalisten“

Im gleichen Maß, wie der Ruhm und der Wohlstand Buffetts und Mungers zunahmen, wuchs auch die Aufregung rund um Berkshires einstmals ganz bescheidenen Jahreshauptversammlungen.

Wie bereits erwähnt, nahm ich 1985 erstmals an einer Berkshire-Jahreshauptversammlung teil. Es war eine gemütliche Angelegenheit mit 300 Teilnehmern. Seit damals haben die Treffen zahlreiche Veränderungen durchlaufen. Erst war es ein Event, dann ein Spektakel, heute ist es eine ausgewachsene Party, die sich über drei Tage hinzieht. Aber 1985 galt eine Teilnehmerzahl von 300 schon als groß, schließlich nahmen gerade einmal sechs Jahre zuvor nur 13 Personen teil. Zum Vergleich: 2015 waren es 44.000 Menschen.<sup>12</sup>

Innerhalb eines kurzen Zeitraums verwandelten sich Berkshires jährliche Aktionärstreffen von einer kleinen Reihe von Privatvorlesungen in eine Veranstaltung, wie sie sich jede Handelskammer erträumt. Möglicherweise ist es auch ein Zeichen unserer Zeit, dass mittlerweile dermaßen viele Menschen nach Omaha strömen, um Buffett und Munger reden zu hören. Als „Woodstock für Kapitalisten“ wird die Veranstaltung oftmals bezeichnet und dies belegt, wie sehr das Interesse der Welt am Thema Investitionen zugenommen hat.

Buffett und Munger begrüßen die Horden von Fans, Freunden, Studenten und Shoppnern, die jedes Jahr nach Omaha strömen, mit offenen Armen.

Tatsächlich haben sie es geschafft, die gesamte Angelegenheit so weit auszudehnen, dass am Ende ein erlebnisreiches Drei-Tage-Wochenende steht. Es ist ein Wochenend-Kurzurlaub mit üppigen Rabatten für Aktionäre. Geschäfte wie Borsheims (Juwelen) und Nebraska Furniture Mart (Einrichtungshaus) bieten Aktionären exklusive Öffnungszeiten und Partys. Überhaupt lässt sich die Stadt Omaha nicht lumpen und organisiert regelmäßig überall in der Stadt Veranstaltungen – wie etwa ein Spiel der örtlichen Baseballmannschaft, der Omaha Storm Chasers, bei welchem Buffett Autogramme gab und den ersten Ball warf.

Für die Dauer des Wochenendes sind die Aktionäre angehalten, alles zu besuchen, an dem Berkshire ein wirtschaftliches Interesse hat – was uns direkt zur Berkshire Mall führt, einem Einkaufsspektakel der Berkshire-Tochterfirmen.

Das Erdgeschoss des CenturyLink Centers wird für die Berkshire-Aktionäre in ein Miniatur-Einkaufszentrum verwandelt. Dutzende Tochterfirmen bauen dort ihre Stände auf und preisen ihre Waren an.<sup>13</sup>

Und schließlich ist da noch das Treffen selbst. Es beginnt mit einem originellen Kurzfilm. Im Laufe der Jahre haben bei diesen Filmchen alle möglichen Berühmtheiten eine kleine Rolle gespielt, sei es die Seifenoper-Legende Susan Lucci, der Boxer Floyd Mayweather oder der Schauspieler Bryan Cranston (der in seiner Rolle als Walter White aus *Breaking Bad* auftrat).

## Das Treffen selbst

Bei all dem Getue um die Fragerunde könnte man meinen, das eigentliche Treffen sei nicht so wichtig, aber weit gefehlt: Diese beiden Männer sind stets die Hauptattraktion.

Den Menschen ist es sehr wichtig, was die beiden zu sagen haben, und geduldig warten sie stundenlang auf die Gelegenheit, eine einzige Frage zu stellen. 1985 dauerte die Fragerunde zweieinhalb Stunden. Heute gilt sie als kurz, wenn man in unter sechs Stunden fertig ist. Das zeigt, wie groß der Wert ist, den die Teilnehmer dem geballten Wissen dieser beiden Neuzeit-Weisen beimessen.

Zugegeben: Es war schon eine ziemliche Umstellung, sich auf die immer größeren Teilnehmerzahlen einzulassen. Dermaßen viele Menschen möchten eine Frage stellen, dass – zumindest nach Einschätzung von Corey und mir – die Qualität der Fragen nachgelassen hat. Vielleicht sind wir aber auch nur ungerecht. Als langjährige Teilnehmer<sup>14</sup> fehlen uns die ruhigeren, intimeren Veranstaltungen früherer Zeiten. Zum Glück hat die Qualität der Fragen seit 2013 deutlich zugenommen, was an dem neuen Gremium aus drei Journalisten und drei Analysten liegt, die mittlerweile einen Großteil der Fragen stellen.

Ganz egal, wie groß die Veranstaltungen auch sein mögen, eines haben sie stets gemein: Sie sind immer sehr informativ und stark geprägt vom Witz und dem Verständnis, das Buffett und Munger an den Tag legen.

## Eine Konversation im Laufe der Zeit

Seit diesem ersten Berkshire-Treffen im Jahr 1984 haben wir ausführlich mitgeschrieben, entweder Corey, ich oder wir beide. 1985 kam mir der Gedanke, ich solle diese Notizen nicht für mich behalten, also begann ich, sie als Rundschreiben an Kunden und Freunde zu verschicken.

Als er für Berkshire arbeitete, stand Corey noch auf meiner Empfängerliste für das Rundschreiben. Er erinnert sich daran, sie dort mit Vergnügen gelesen zu haben. Er fand sie informativ und realistisch und war der Meinung, dass sie die Essenz der Treffen gut wiedergaben. Wir telefonierten gelegentlich miteinander und ich stellte ihm Fragen. Er sagte, mein Außenblick auf Berkshires Geschäft sei so gut wie der jedes anderen.

Während seiner Zeit bei Berkshire hatte Corey oft darüber nachgedacht, das dort Gelernte in einem Tagebuch festzuhalten. Allerdings fand er das auf gewisse Weise illoyal gegenüber dem Unternehmen und so entschied er sich dagegen.

Er setzte sich also nicht hin und machte sich offizielle Notizen, aber dennoch gewann Corey aus seinen Gesprächen mit Kollegen und den Managern der Tochterfirmen wichtige Erkenntnisse und konnte aus nächster Nähe beobachten, wie diese außergewöhnlichen Menschen dachten. Seine Aufgabe machte es erforderlich, sich ständig aufs Lernen zu konzentrieren. Die Tochterfirmen, mit denen er es zu tun hatte, wiesen ganz unterschiedliche Geschäftsmodelle auf. Die Aktivitäten des Nebraska Furniture Mart beispielsweise sind völlig anders als die von National Indemnity, See's Candy und der *Buffalo News*.

Während seiner Zeit bei Berkshire machte Corey zudem seinen MBA-Abschluss und setzte sich im Rahmen dieses Studiums auch mit Organisationstheorie auseinander. Was er während des Studiums lernte, half ihm, im Arbeitsalltag zu erkennen, wie effektiv die dezentralisierte Struktur von Berkshire funktionierte.

1992 wurde Corey mein Geschäftspartner. Was er an Interna über das Unternehmen wusste, behielt er natürlich für sich, dennoch sprachen Corey und ich ständig über Berkshire. Er verfügte über ein weitreichendes Verständnis, was die Unternehmenskultur, das Wertesystem und die zentralen Figuren anbelangte.

Zum damaligen Zeitpunkt kannte er viele der Akteure persönlich und verstand die Geschäftsfelder von Berkshire sehr gut. Er hatte viel Zeit damit verbracht, die jeweiligen Tochterunternehmen zu besuchen.<sup>15</sup> Ajit Jain, der inzwischen oft als Nachfolger Buffetts ins Gespräch gebracht wird, lud Corey

einmal zum Abendessen ein, nachdem Corey den Tag über in Ajits Büro in New York gearbeitet hatte. Corey hatte sogar wiederholt etwas mit Buffett zu tun und sprach zwei, drei Mal kurz mit ihm.<sup>16</sup>

Aus eigener Erfahrung wusste Corey von den hohen moralischen Standards bei Berkshire. Er erlebte mit, wie Buffett von oben vorgab, dass alle Mitarbeiter Berkshires die Gesetze und Bestimmungen zu beachten und einzuhalten hätten. Als Corey in der Innenrevision begann, war es möglich, Computer im Internet zu bestellen, ohne dass dafür eine Verkaufssteuer anfiel. Doch bei Berkshire mussten derartige Geschäfte über das Management laufen und das war strikt dafür, die Steuer zu zahlen. Buffett wollte, dass Nebraska seine Verkaufssteuer erhält. Da war er unerbittlich: Berkshire hatte zu zahlen – nicht mehr als nötig, aber alle Steuern, die dem Unternehmen zugerechnet werden konnten.

Mit seinem Wissen und seiner Erfahrung aus der Arbeit bei Berkshire hat Corey viel zu den Notizen beigetragen, die wir seit 1992 angefertigt haben, also ab dem Jahr, als er zu Pecaute & Company kam. Für die Jahre, in denen nur er bei den Aktionärstreffen war, habe ich die Rundschreiben auf der Grundlage seiner Notizen und Erkenntnisse aufgebaut. Den Text für die Rundschreiben habe ich verfasst,<sup>17</sup> aber Corey hat jedes sehr sorgfältig redigiert.

Bei jedem Treffen schrieben Corey und ich fieberhaft alles nieder, was wir für die wichtigsten Kommentare und Erkenntnisse Buffetts und Mungers hielten. Dank unserer sorgfältigen Mitschriften können wir die Perlen der Weisheit, die wir dort aufgeschnappt haben, aufzeigen, einordnen und weiterreichen.

Zu Hause angekommen nahmen wir unsere Notizen und erstellten daraus eine detaillierte Zusammenfassung des Treffens für unsere Kunden. Diese Besprechungen bilden die Grundlage dieses Buchs.

Zusätzlich zum Gesagten befassen wir uns oftmals noch mit dem, was nicht gesagt oder nur angedeutet oder angerissen wurde. Unsere eigene Erfahrung als Value Investoren bringt eine zusätzliche Ebene der Erkenntnis ins Spiel, die über eine trockene, statische und wortwörtliche Berichterstattung der Ereignisse hinausgeht.

Die Mainstream-Nachrichten berichten über Buffett zumeist ohne große Einsicht in die Arbeitsweise der Investmentwelt.<sup>18</sup> Auf den folgenden Seiten werden Sie von unserer eigenen kritischen Einschätzung der Versammlungen profitieren.

Wir haben Hunderte von Stunden an Vorträgen gehört und sie soweit es ging zusammengefasst, damit Sie sich nicht mühselig durch die Archive ackern müssen, um an das Gold zu gelangen. Seien Sie gewarnt: Die Höhepunkte aus den letzten 20 Jahren der „Warren and Charlie Show“ werden Sie schon bald in ihren Bann schlagen. Es war eine faszinierende, informative und oftmals auch brüllend komische Reise.



In diesem Buch werden keine verstaubten alten Investmenttheorien durchgepaukt. Was Sie in den Händen halten, ist eine kuratierte Ansammlung der besten Ratschläge und Erkenntnisse, die Buffett und Munger während der vergangenen Jahrzehnte mit uns geteilt haben. Schockierende Enthüllungen. Lustige Augenblicke. Umwerfend brillante Strategien.

Diese Rundschreiben bilden eine jahrzehntelange Konversation mit Warren Buffett und Charlie Munger. Unserer festen Überzeugung nach ist die Lektüre für jeden ernsthaften Investoren faszinierend und gleichermaßen aufschlussreich. (Und wir möchten sehen, ob Sie nicht auch laut loslachen, wenn sich Munger und Buffett wie zwei zankende Brüder beharken.) Für alle, die während der vergangenen Jahre nicht an Berkshires jährlichen Aktionärsversammlungen teilgenommen haben, sind diese Notizen (ohne die Jahresberichte) unserer Auffassung nach der bestmögliche Ersatz. Und selbst wenn Sie bei diesen Treffen präsent waren, ist dieses Buch bestens dafür geeignet, Ihr Gedächtnis aufzufrischen. Die folgenden Seiten werden Ihre eigenen Erinnerungen vom Geschehen mit Farbe und Klarheit aufpeppen.

Dieses Buch ist ganz einfach aufgebaut. Es soll Sie für jedes Jahr der vergangenen 20 Jahre (1998-2017) in einen Raum mit Buffett und Munger versetzen.<sup>19</sup> Sie werden erleben, wie Buffett und Munger auf ihre eigenen Fehler reagierten und wie sie sich den Herausforderungen stellten, die der Wandel in der Welt um sie herum mit sich brachte. Dieses Buch ist wie eine Reise. Wenn Sie sich entschließen, diese Reise mitzumachen, werden Sie dabei sein, wie Berkshire Hathaway ein erstaunlicher Aufstieg gelingt. Sie werden verstehen, welche Genialität dahinter steckt. In Ihren Händen halten Sie eine Augenzeugenanalyse von 20 Jahreshauptversammlungen.

Zugegeben: Bei den meisten Firmen wäre das in etwa so spannend, als würde man Farbe beim Trocknen zusehen. Berkshire Hathaway jedoch ist da etwas ganz anderes.<sup>20</sup> Der einzigartige Erfolg des Unternehmens ist ebenso legendär wie die Strategien, die diesen Erfolg möglich machten.

## Wie sind diese Rundschreiben zu lesen?

Dieses Buch ist nichts für jemanden, der noch nie etwas investiert hat. Es ist für gut informierte Anleger gedacht, die ermessen können, wie wichtig es ist, die Denkweise von Warren Buffett und Charlie Munger zu begreifen. Sie wollen die Welt der vergangenen Jahrzehnte aus der Perspektive dieser Männer betrachten? Sie wollen verstehen, welche Ansätze funktioniert haben und diese Ansätze dann auf Ihre eigenen Investitionen anwenden? Dann ist dieses Buch genau richtig für Sie.

Ein wichtiger persönlicher Vorteil des Value Investing ist der damit einhergehende Seelenfrieden. Viele Investoren kämpfen sich jahrelang auf den Märkten ab und leben ein Leben, das dauerhaft von Angst und Stress



erfüllt ist. Ständig fürchten sie, ihre Investitionen könnten sich von jetzt auf gleich in Luft auflösen. Große wertorientierte Anleger wie Buffett und Munger dagegen schlafen so tief wie Babys – sofern sie sich an simple, zeitlose Grundsätze halten. Diese Grundsätze werden Ihnen hoffentlich bis zum Ende dieses Buchs in Fleisch und Blut übergegangen sein. Darüber hinaus hoffen wir, dass Ihre Anlageentscheidungen so sehr an Qualität und Tiefe gewinnen werden, dass Sie einen spürbaren Wettbewerbsvorteil daraus ziehen können.

Dieses Buch ist kein Ratgeber. Vielmehr kämpfen wir in diesem Buch mit der Frage: „Warum tun zwei der größten Investoren der Welt das, was sie tun?“ Die Antwort findet sich auf diesen Seiten. Wenn Sie sie verstehen, werden Sie ein besserer Anleger sein. Wenn Sie wie die beiden denken und sich so verhalten können – speziell unter starkem Druck – dann werden Sie ein großartiger und wohlhabender Investor werden.

Dieses Buch wirft einen gründlichen Blick darauf, wie zwei der weltgrößten Investoren auf entstehende Investmentprobleme reagieren. Sie werden in Echtzeit miterleben, wie sie auf Ereignisse wie die Schuldenkrise, die Subprime-Krise und die Bedrohung durch Atomterrorismus reagieren. Die ganze Zeit über erhalten Sie einen offenen, aufrichtigen Bericht darüber, welche Fehler gemacht und welche Hürden überwunden wurden. Sie werden miterleben, wie Buffett überzeugende Gründe dafür anführt, in Coca-Cola und See's Candy zu investieren.

Weiterhin erhalten Sie einen ausführlichen Blick in den sowohl wegen seines schwarzen Humors lustigen, als auch gleichzeitig atemberaubend messerscharfen Verstand Mungers und seine Meinung zu einer Vielzahl von Themen. Munger lässt nichts aus – von dem Irrsinn, Mais als Treibstoff anzubauen, bis hin zum jährlichen Einprägen auf die moderne Portfoliotheorie.

Wäre dies bloß eine Anekdotensammlung aus den vergangenen fünf bis zehn Jahren, wäre der Zeitraum zu kurz und schlichtweg nicht bedeutsam genug. Stattdessen haben wir es hier mit einer historischen Analyse zu tun, die sich über Jahrzehnte hinweg Jahr um Jahr abspielt. Aus einer einmaligen Beobachterposition heraus können Sie mitverfolgen, welche Entscheidungen Buffett und Munger treffen. Sie kommen in den Genuss von Erkenntnissen darüber, welche Gedankenspiele zu welchen Entscheidungen geführt haben. Sie erleben mit, wie dieselben zeitlosen Grundsätze auf Bereiche und Umstände angewendet werden, die einem enormen Wandel unterliegen (das Aufkommen des Internets, der Untergang der Zeitungen, Boomjahre, Pleitenjahre und so weiter). Während der Lektüre fragen Sie sich vielleicht: „Wenn Berkshire ausgestiegen ist, sollte ich da nicht dasselbe tun?“ beziehungsweise „Berkshire hat das gekauft, sollte ich nicht nachziehen?“. Buffett und Munger sind in ihrer Empfehlung völlig unzweideutig: Die Menschen sollten von ihnen lernen und ihre Ratschläge für sich selbst

anpassen, anstatt ihnen blind zu folgen. Dafür gibt es vor allem einen Grund: Sollten Sie sich nicht in derselben beneidenswerten Lage wie Berkshire befinden, tun Sie gut daran, deren Schritte *nicht* nachzuahmen.

Berkshire Hathaway vereint inzwischen Vermögenswerte von rund 500 Milliarden Dollar unter seinem Dach. Der Konzern nimmt direkte Käufe vor und handelt nach eigenen Vorgaben. Manchmal schluckt Berkshire ganze Unternehmen. Buffett und Munger spielen in einer Größenordnung, die die meisten Investoren nicht erreichen. Anstatt sie schlicht nachzuahmen, sollten Sie sich also überlegen, warum die Männer so gehandelt haben, wie sie handelten. Diese Erkenntnisse übertragen Sie dann auf Ihre eigenen Entscheidungen und Ihre eigene Position. Bei mehr als einem Aktionärstreffen hat Buffett erklärt, worin die beste Investition besteht: Investieren Sie in sich selbst. Wir haben ein Leben lang seine Lehren verfolgt und miterlebt, wie erfolgreich wir damit in unserem eigenen Unternehmen waren. Insofern können wir ihm aus ganzem Herzen zustimmen.

Diese Rundschreiben sind eine wertvolle Ressource und dienen als Lehrmittel und als Analysewerkzeug, das Sie einsetzen können, um bessere Anlageentscheidungen zu treffen.

Bevor Sie sich in die Lektüre stürzen, rufen Sie sich bitte noch einmal vor Augen: Sie werden gleich die Früchte der besten Investition ernten, die wir je getan haben, als wir uns nämlich zu Studenten der Universität von Berkshire Hathaway machten.

Wir möchten Sie einladen, umzublättern und einzutreten in das Reich des *weltbesten Investmentteams* ...

Alles Gute,

Daniel S. Pecaut

Pecaut & Company

März 2017

- 1 Der Titel stammt von einer von Berkshire empfohlenen Leseliste, die bei der Jahreshauptversammlung 2015 zum Verkauf angeboten wurde.
- 2 Corey und ich waren Anfang 2016 in Mexiko und Corey lernte dort einen Broker aus Omaha kennen, der in den frühen 1980er-Jahren mit Berkshire gehandelt hatte. Corey sagte ihm, dass er für ein Investmentunternehmen arbeite, Pecaut & Company in Sioux City, Iowa, was 90 Minuten von Omaha entfernt ist. Der Broker sagte: „Pecaut? Na klar, ich lese Ihre Rundschreiben.“ Corey sagte: „Aber zuschicken tun wir sie Ihnen nicht, oder?“ Woraufhin der Broker erwiderte: „Nein, ich bekomme sie von jemand anderem.“
- 3 Anm. d. Übers.: Der Aktienindex Standard & Poor's 500 enthält die 500 nach Marktbewertung größten US-Unternehmen, die an der Börse notiert sind.
- 4 1987 reiste ich mit einer Gruppe Investoren auf die Bahamas, wo wir uns mit John Templeton in dessen Firmensitz treffen wollten. In seinem mit Mahagoni ausgelegten Büro war er dann genauso würdevoll und ehrwürdig, wie ich es mir

- immer vorgestellt hatte. Dieses großartige Treffen zählt für mich zu den Höhepunkten meiner Karriere.
- 5 Bei dem Treffen 1984 war Corey nur als Beobachter dabei. Da keine 50 Leute teilnahmen, musste er auch nichts tun. Im Jahr darauf allerdings war die Menge deutlich größer geworden, insofern hieß es „Alle Mann an Deck“. Coreys Aufgabe war es, die Eintrittskarten der in den Saal strömenden Aktionäre zu überprüfen, doch die Massen überrannten ihn sehr schnell. Irv Blumkin, eine Führungskraft von Nebraska Furniture Mart, erkannte Coreys Notlage und half ihm bei der Einlasskontrolle. Während Corey hektisch die Tickets kontrollierte, versuchte ein Mann, sich einfach so hindurchzumogeln. „Hey, hören Sie! Sie brauchen ein Ticket!“, rief Corey und der Mann blieb stehen. Da erkannte Corey, dass es sich um Warren Buffett handelte. Corey entschuldigte sich und Buffett ging weiter. Später tauchte noch eine Frau mit sechs, sieben Leuten im Schlepptau auf und ging einfach so in den Saal, ohne eine Eintrittskarte vorzuweisen. Wieder machte Corey sich bemerkbar: „Entschuldigung, aber Sie brauchen eine Eintrittskarte!“ Die Frau sah ihn an und sagte: „Ich bin Susie Buffett.“ Corey war es also auf einen Schlag gelungen, sowohl Warren Buffett als auch seine Frau am Versuch zu hindern, in ihre eigene Versammlung zu gelangen. Corey war das *sehr* peinlich.
  - 6 Nie hätte ich damals geahnt, dass Corey acht Jahre später Berkshire verlassen würde, um mein Geschäftspartner zu werden.
  - 7 Im Laufe der Jahre habe ich Munger zahlreiche Fragen gestellt, Corey dagegen nur eine. Seine Frage und Mungers Antwort wurden in einem anderen Buch abgedruckt, das es auf die Liste von Berkshires Leseempfehlungen geschafft hat: *Poor Charlie's Almanack: The Wit and Wisdom of Charles T. Munger*.
  - 8 Der Autor Timothy Ferriss sagte: „Mehrere Veteranen haben mir im Vorfeld der Pilgerfahrt erklärt: ‚Es ist, als ob man einen MBA im Lauf eines Wochenendes machen würde.‘ Das klang für mich arg übertrieben und nach Heldenverehrung, aber inzwischen würde ich sogar noch einen Schritt weiter gehen: Für mich ist es ein Wochenende, das mehr bringt als die meisten MBA-Kurse. Aus der Erfahrung abgeleitete Strategien für die echte Welt? Check. Netzwerken? Großes ‚Check‘. Das einzige, was dem Buffett-Mekka zu fehlen schien, war das Preisschild von über 100.000 Dollar.“
  - 9 Reich wollte Munger werden. „Nicht, weil ich Ferraris wollte, sondern weil ich die Unabhängigkeit wollte. Ich wollte sie unbedingt. Ich hielt es für würdelos, anderen Menschen Rechnungen schicken zu müssen. Ich weiß nicht, woher diese Vorstellung kam, aber ich hatte sie.“
  - 10 Im Laufe der Zeit kaufte GEICO mehr und mehr eigene Aktien zurück, wodurch Berkshire prozentual gesehen ein immer größerer Aktionär wurde. 1996 übernahm Berkshire dann GEICO zu 100 Prozent, was es Berkshire ermöglichte, aggressiv in GEICOs Wachstum zu investieren. Diese Entwicklung hat viel zum Vermögen Berkshires beigetragen.
  - 11 Im Juni 2011 kaufte Berkshire die noch fehlenden 19,9 Prozent von Wesco.
  - 12 In Anhang II wird Berkshires erstaunliches Wachstum über diesen Zeitraum aufgezeichnet.
  - 13 Wenn Sie sich ein ausführliches Bild von der Einkaufsorgie machen wollen, das dort in der Lobby stattfindet, verweise ich auf Anhang II.

- 14 Vergessen Sie nicht: Wir haben Warren Buffett und Charlie Munger schon gesehen, als sie noch nicht beliebt und cool waren. Das ist so, als hätte man die Beatles in Hamburg spielen sehen, bevor sie berühmt wurden.
- 15 Das viele Reisen war der Hauptgrund, weshalb Corey beschloss, Berkshire zu verlassen. 1987 kam sein erstes Kind zur Welt und einmal kam Corey von einer zweiwöchigen Geschäftsreise nach Hause und ihm fiel auf, dass seine Tochter während seiner Abwesenheit gewachsen war und dass sie „irgendwie anders“ aussah. Das ärgerte ihn. Als ich ihn ansprach, ob er mein Partner werden wolle, war er gerade offen für Veränderungen.
- 16 Munger war in Kalifornien und leitete dort Wesco Financial, insofern sah Corey ihn nur auf den Jahreshauptversammlungen.
- 17 Deshalb bin ich auch die „Ich“-Stimme in unseren Rundschreiben.
- 18 Das Treffen 2015 begann damit, dass Buffett von sich aus ein Thema anschnitt. Ein wichtiger Reporter hatte ohne jedwede Ahnung von Bilanzen den Bruttogewinn eines Berkshire-Unternehmens als Nettogewinn bezeichnet. Der Unterschied zwischen den beiden war gewaltig. Der Fall zeigte, wie wichtig es ist, aus erster Hand ein Verständnis von Größenordnungen, Terminologie und Bilanzen zu besitzen.
- 19 Sie werden feststellen, dass nicht nur die Treffen deutlich länger wurden, sondern auch unsere Rundschreiben. Da mehr Fragen gestellt (und beantwortet) wurden, konnten wir auf mehr Daten zurückgreifen.
- 20 Oder kennen Sie andere Aktionärsversammlungen, die eine ganze Stadt ein Wochenende lang in Atem halten und mit einem Film beginnen? Oder welche, die mit einem eigenen Einkaufszentrum aufwarten? Natürlich war es aber nicht immer so.



# 1998

**VERANSTALTUNGSORT** AK-SAR-BEN<sup>1</sup>

**TEILNEHMERZAHL** 10.000

**EINZELHEITEN ZU DIESEM JAHR**

- Während der Veranstaltung wurden in der Berkshire Mall verkauft:
  - 1.680 Kilogramm See's Candy
  - 4.000 Dilly Bars<sup>2</sup> und
  - 1.635 Paar Dexter-Schuhe.
- Der Jahresbericht wurde in weiß und rot gedruckt, um zu feiern, dass Nebraska die College-Footballmeisterschaft gewonnen hatte.
- Dieses Jahr war die Ausnahme von der Regel. 1998 ist das einzige Jahr, in dem wir kein Rundschreiben zur Versammlung veröffentlichten. Stattdessen verschickten wir die zwei Artikel aus dem Juli und August 1998, die sich mit Berkshire Hathaway befassten.

**RANG IM FORTUNE** 500 150

**AKTIENKURS** 46.080 Dollar

Heutiger Wert eines 1964 investierten Dollar: **5.670 Dollar** Berkshires Buchwert pro Aktie ist von 19,46 Dollar auf **37.801 Dollar** (ein Zuwachs von durchschnittlich **24,7 Prozent** pro Jahr) gestiegen. Der S&P 500 legte im selben Zeitraum um durchschnittlich **11,7 Prozent** pro Jahr zu.

<sup>1</sup> Anm. d. Übers.: Die Pferderennbahn in Omaha.

<sup>2</sup> Anm. d. Übers.: Ein Eis der Fastfoodkette Dairy Queen.



# HÖHEPUNKTE AUS DEN NOTIZEN FÜR 1998

---

## Megafusion bei Berkshire Hathaway

„Berkshire Hathaway Inc. und Global Re Corporation vor dem Zusammenschluss“

OMAHA, Nebraska, und STAMFORD, Connecticut -- (Business Wire) – 19. Juni 1998. Berkshire Hathaway und die General Re Corporation haben eine verbindliche Fusionsvereinbarung getroffen. Das teilten die Unternehmen heute mit.

Im Rahmen der Vereinbarung wird den General-Re-Aktionären angeboten, ihre Anteile entweder gegen jeweils 0,0035 Klasse-A-Aktien oder 0,105 Klasse-B-Aktien von Berkshire einzutauschen. Für General-Re-Aktionäre wird diese Transaktion voraussichtlich steuerfrei sein. Ausgehend vom Schlusskurs vom Donnerstag liegt das Angebot, das den General-Re-Aktionären unterbreitet wird, bei ungefähr 276,50 Dollar pro General-Re-Aktie. Das Gesamtangebot für die Transaktion beläuft sich auf schätzungsweise 22 Milliarden Dollar. Berkshire wird die Fusion als Zukauf verbuchen.

Für die Transaktion weist Berkshire zum 31. März 1998 einen Proforma-GAAP-Nettowert von rund 56 Milliarden Dollar aus. Das ist der höchste Wert aller Unternehmen in den USA. Die Marktkapitalisierung liegt heute bei rund 120 Milliarden Dollar.“

Das ist der Anfang einer ausgesprochen erstaunlichen Pressemitteilung.

Lange Zeit hatte sich Warren Buffett über die „Lebensgeister“ der CEOs und ihren unbändigen Drang zu Fusionen lustig gemacht.

Nur selten traten der Wunsch, sein Imperium (und sein Ego) auszubauen, deutlicher zutage als in diesem Zeitalter der Megafusionen. Jetzt hat sich Buffett ins Getümmel gestürzt, und zwar gleich mit seinem bislang größten Abschluss.

Unsere Zahlen sind sehr vage, aber wir finden die Fusion mit General Re vor allem aus folgenden Gründen faszinierend:

## Fehlende Berichterstattung

Das größte Investmentgenie unserer Zeit hat gerade das größte Geschäft seines Lebens getätigt, trotzdem haben wir seit Veröffentlichung der ursprünglichen Pressemitteilung gerade einmal zwei Geschichten dazu im *Wall Street Journal* gesehen. Die Stille ist ohrenbetäubend.

Buffett kauft für 700 Millionen Dollar Silber und die Medien kriegen sich wochenlang nicht ein. Jetzt nimmt er eine Investition vor, die *30-mal* größer ist, und es herrscht Schweigen.

## Umfang des Geschäfts

Das ist nicht bloß Buffetts größtes Geschäft – es ist sein *um den Faktor 10* multipliziertes größtes Geschäft. Die 22 Milliarden Dollar schwere Transaktion entspricht 60 Prozent von Berkshires 34,8 Milliarden Dollar Eigenkapital (Stand: 31. März 1998). Das ist ein Deal, bei dem „voller Einsatz“ gegangen wird.

## Geschichte

1967 übernahm Berkshire National Indemnity. Seit damals gehören Versicherungen zum Kerngeschäft Berkshire Hathaways.

Buffett, einer der ausgebufftesten Köpfe der Versicherungsbranche, hat nun den drittgrößten Rückversicherer der Welt gekauft.

Ein Geschäft, das weitreichende Folgen für die Versicherungsbranche haben dürfte.

## Buffett verkauft (I): Reines Aktiengeschäft

Aktienemissionen sind bei Berkshire ein heiliges Thema.

Schon seit Langem erklärt Buffett, er würde niemals Aktien begeben, sofern er nicht im Gegenzug mehr als Fair Value erhält.

Im Jahresbericht 1997 macht Buffett sogar ein „Geständnis“, als er erklärt: „Wenn ich Aktien ausgegeben habe, hat es Sie Geld gekostet.“ Er schließt mit den Worten: „Sie können sicher sein, dass Charlie und ich zukünftig sehr zögerlich mit Aktienemissionen sein werden.“

Berkshire/General Re ist ein reines Aktiengeschäft. Entweder ist die Berkshire-Aktie lächerlich überbewertet oder es ist ein außergewöhnliches Geschäft. Oder beides.

## Buffett verkauft (II): Das Verhältnis von Anleihen zu Aktien verändert sich

Angesichts 36 Prozent Kapitalertragssteuer und mehr als 30 Milliarden Dollar an nicht realisierten Kapitalerträgen würde Berkshire einen enormen Preis für den Verkauf seiner Aktien berappen müssen. Berkshire ist



größtenteils gezwungen, den bisherigen Kurs fortzusetzen.

Buffett würde nur unter ausgesprochen extremen Umständen verkaufen. Im Jahresschreiben von 1997 räumt Buffett allerdings ein,<sup>1</sup> er habe einige Aktien verkauft, um „unser Verhältnis von Anleihen zu Aktien gemäßigt zu verändern und so auf die relativen Werte zu reagieren, die wir in jedem Markt beobachtet haben. Diese Korrektur haben wir 1998 fortgesetzt“. Ganz offensichtlich ist Buffett ein Aktienverkäufer.

Der Erwerb von General Re verändert Berkshires Verhältnis von Anleihen zu Aktien auf dramatische Weise.

	Anlagewerte	Aktien	Anteil Aktien
Berkshire vor Deal (31.3.98)	50 Mrd. Dollar	40 Mrd. Dollar	80 Prozent
Zusätzlich durch General Re (31.12.97)	24 Mrd. Dollar	5 Mrd. Dollar	21 Prozent
Berkshire nach Deal	74 Mrd. Dollar	45 Mrd. Dollar	61 Prozent

Auf einen Schlag reduziert Berkshire den Anteil seiner Aktien an den Anlagewerten von 80 Prozent auf gerundet 61 Prozent.

Indem Berkshire die Fusion per Aktien abwickelt, gibt Berkshire 18 Prozent seiner Beteiligungen an Coca-Cola, American Express, Gillette und so weiter ab, aber auf eine Art und Weise, bei der Berkshire *keine Steuern bezahlt*.

„Abgefahren“, würden meine Kinder dazu sagen.

## Float

In früheren Jahresberichten von Berkshire legte Buffett dar, warum seine Versicherungsunternehmen so attraktiv sind, wenn es darum geht, Float zu erzeugen. Seit 1967 ist Berkshires durchschnittlicher Float von 17 Millionen Dollar auf 7 Milliarden Dollar angewachsen.

Buffett sagt: Lässt sich ein derartiger Float ohne Versicherungsverlust generieren, ist ein Dollar Float mindestens genauso viel wert wie ein Dollar Eigenkapital, obwohl er in der Bilanz als Verbindlichkeit auftaucht (vor allem unter „Netto-Schadenrückstellungen und Rückstellungen zur Schadensregulierung“). Wird der Float-Dollar mit einem *Versicherungsgewinn* generiert, ist er fraglos mehr wert als Eigenkapital. Und Berkshire hat in den vergangenen fünf Jahren einen Versicherungsgewinn ausgewiesen.

Im Fall von General Re sind die Zahlen für die letzten 50 Jahre erstklassig und zeigen im Schnitt eine schwarze Null (mit einem kombinierten Verhältnis von 100,4).

Unseren Berechnungen zufolge generiert General Re mehr als 15

Milliarden Dollar Float. Nach Abschluss des Deals wird Berkshire mehr als 22 Milliarden Dollar Float zur Verfügung haben, was einer *Verdreifachung* des Floats entspricht. (Zudem kann Berkshire den Float möglicherweise noch in die Höhe schrauben, indem es bei General Res bestehenden Geschäftsfeldern für eine höhere Einbehaltungsrate sorgt. Etwas in dieser Richtung wird auch in der Pressemitteilung angedeutet: „General Re wird es freistehen, mit der Zeit seine Abhängigkeit vom Rückübertragungsmarkt zu verringern und auf diese Weise beträchtliche zusätzliche Mittel für Investitionen freizusetzen.“)

## Latente Steuern

Wie bereits erwähnt, verfügt Berkshire über nicht realisierte Kapitalerträge von über 30 Milliarden Dollar.

Das hat zur Folge, dass Berkshire in der Bilanz eine Rückstellung in Höhe von etwa 11 Milliarden Dollar ausweist (als „Einkommensteuern, vorwiegend latent“). Das wäre der Steuerbetrag, den Berkshire würde zahlen müssen, sollte das Unternehmen alle Kapitalerträge auf einen Schlag realisieren.

Es ist allerdings unwahrscheinlich, dass Berkshire alles auf einen Schlag verkaufen würde. Insofern liegt die tatsächliche Höhe dieser Belastung irgendwo zwischen 11 Milliarden Dollar („alles jetzt verkaufen“) und null Dollar („nie verkaufen“).

Angesichts des Verhältnisses zwischen Anleihen und Aktien, das Berkshire nach der Fusion aufweist, ist die Wahrscheinlichkeit, dass es nie zum Verkauf kommt, deutlich gestiegen.

Insofern würden wir dafür plädieren, den Großteil der 11 Milliarden Dollar an Steuerrückstellungen wieder ins Eigenkapital einzubringen.

## Korrigiertes Eigenkapital

Es folgt, unter Berücksichtigung unserer Kommentare zum Float und den latenten Steuern, unsere Schätzung zum „korrigierten“ Eigenkapital (also ausgewiesenes Eigenkapital plus Float plus latente Steuern) des neuen Berkshires.

	Eigenkapital	Float	Latente Steuer	Gesamt
Altes Berkshire (31.3.98)	35 Mrd. Dollar	7 Mrd. Dollar	11 Mrd. Dollar	50 Mrd. Dollar
General Re (31.12.97)	8 Mrd. Dollar	15 Mrd. Dollar	k.A.	39 Mrd. Dollar
Erworbener Geschäftswert	13 Mrd. Dollar			
Neues Berkshire	56 Mrd. Dollar	22 Mrd. Dollar	11 Mrd. Dollar	89 Mrd. Dollar

Der erworbene Geschäftswert spiegelt den Aufschlag auf den Buchwert wider, den Berkshire für General Re bezahlt.

Nach dem Geschäft sind 1,5 Millionen Aktien in Streubesitz und das korrigierte Eigenkapital beläuft sich auf etwa 89 Milliarden Dollar. Das neue Berkshire kommt demnach auf einen „korrigierten Buchwert pro Aktie“ von etwa 59.300 Dollar.

## Bewertung

Die A-Aktien von Berkshire werden für etwa 78.000 Dollar das Stück gehandelt, was bedeutet, Berkshire verkauft das 1,3-Fache unseres geschätzten „korrigierten Eigenkapitals“.

Bei Vermögenswerten ist für einen verschuldeten Mischfonds das 1,3-Fache des Eigenkapitals nicht besonders günstig.

Wenn man 995 Millionen Dollar Reingewinn von General Re zu Berkshires wirtschaftlich konsolidiertem Gewinn („Look-through earnings“) in Höhe von 1.930 Millionen Dollar rechnet und von zehn Prozent Wachstum ausgeht, würde das neue Berkshire voraussichtlich einen wirtschaftlich konsolidierten Gewinn von rund 3,2 Milliarden Dollar produzieren (etwa 2.145 Dollar pro Post-Deal-Aktie).

Die A-Aktien verkaufen sich dann zum etwa 36-Fachen des Gewinns.

Ein Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 36 ist hoch, aber es gibt gewiss Schlimmeres, als einen Stall voller großartiger Unternehmen zu besitzen, die von jemandem geleitet werden, der brillant im Verteilen von Kapital ist. Vor allem, wenn man berücksichtigt, dass Internet-Aktien zum 100-Fachen des *Umsatzes* gehandelt werden! Unser Lieblingskommentar vom diesjährigen Aktionärstreffen bei Berkshire: Auf die Frage, wie er Studenten der Wirtschaftswissenschaften unterrichten würde, erwiderte Buffett: „Für die Abschlussprüfung würde ich ein Internetunternehmen nehmen und fragen: ‚Wie viel ist das wert?‘ Und jeden, der darauf antwortet, lasse ich durchfallen.“

Ein kleiner Tipp: Anleger, die General Re zu aktuellen Preisen erwerben (etwa 258 Dollar pro Aktie), beschaffen sich so – immer vorausgesetzt, das Geschäft wird abgesegnet – eine Beteiligung an Berkshire zu etwa sechs Prozent Abschlag auf den aktuellen Preis Berkshires.

## Buffetts Verbindungen

Immer wieder haben sich Buffetts Ruf und seine guten Beziehungen für die Berkshire-Aktionäre bezahlt gemacht.

Die Vermutung liegt nahe, dass es für den Erfolg des Geschäfts sehr wichtig war, dass man Buffett trauen kann. Dieses Vertrauen ist gegenseitig, denn der General-Re-CEO Ron Ferguson zieht in das Berkshire-Board ein.

## Buffett verkauft Anteile

Bei unserer Analyse der 22 Milliarden Dollar schweren Fusion von Berkshire Hathaway mit General Re („Megafusion bei Berkshire Hathaway“) behaupteten wir unlängst, dass Warren Buffett auf mindestens zwei Wegen Aktien verkauft.

Erstens gibt er Berkshire-Aktien im Wert von 22 Milliarden Dollar aus, um den Kauf vorzunehmen.

Zweitens spekulieren wir, dass Berkshire sein aktienlastiges Portfolio mit General Res anleihelastigem Portfolio verschmilzt und auf diesem Weg seine Beteiligungen an Coca-Cola, Gillette, American Express etc. anteilig verdünnt („verkauft“).

Das stellt Berkshires wichtigsten Aktienverkauf seit 1969 dar.

Die These, dass Buffett verkauft, löste bei unseren Kunden nur mäßige Reaktionen aus. Offenbar waren wir lange derart vorsichtig, dass es die Art von Kommentar ist, die man von uns erwartet.

Wir möchten Sie jedoch darauf hinweisen, dass die Idee das Interesse der Medien geweckt hat. Die Ausgabe des *Grant's Interest Rate Observer* vom 31. Juli 1998 macht mit dem Verkauf auf Seite 1 auf. Mister Grant war so freundlich zu schreiben, dass unser Artikel „die klärende Analyse zu dieser bahnbrechenden Transaktion“ gewesen sei.

*Grant's* wiederum wird von einer ziemlich versierten Investorengemeinde gelesen (aus der wir diese Woche einige Anrufe erhalten haben).

Stellen Sie sich darauf ein, dass die Idee, „Buffett verkauft Aktien“, noch anderswo in den Medien auftaucht.

## Buffett verkauft Anleihen

In Berkshires Jahresbericht von 1997 hatte Buffett enthüllt, dass er auf fallende Zinssätze wettet und deshalb langlaufende Zerobonds für 4,6 Milliarden Dollar erworben hat.

Als Berkshire nun diese Woche seine Ergebnisse für das zweite Quartal meldete, teilte das Unternehmen mit, den gesamten Posten an Nullkuponanleihen mit beträchtlichem Gewinn verkauft zu haben.

Ganz offensichtlich geht Buffett nicht davon aus, dass die Zinsen noch deutlich unter den jetzigen Stand sinken werden.

## Cash Is King

Der genialste Anleger unserer Zeit verkauft Aktien und Anleihen mit langer Laufzeit und häuft auf diesem Weg Barmittel an – zu einem Zeitpunkt, da das Liquiditätsniveau öffentlicher und privater Pensionspläne *so niedrig* ist wie seit 15 beziehungsweise 40 Jahren nicht mehr! Die Barmittel der Aktienfonds stehen mit 4,6 Prozent auf dem tiefsten Stand seit 22 Jahren.

Was bedeutet das?

Es bedeutet zumindest, dass nach Buffetts Auffassung weder Aktien noch langlaufende Anleihen eine ausreichende Sicherheitsmarge bieten und/oder eine Rendite, die oberhalb der risikofreien fünf Prozent liegt, die die T-Bills bieten. Da ist es besser, Barmittel zu halten und sein Pulver für Gelegenheiten trocken zu halten, bei denen Risiken und Rendite in einem besseren Verhältnis stehen.

Gefährlicher ist, dass dies der Auftakt für einen beträchtlichen Abverkauf sein könnte. Unter den heutigen Investoren herrscht die Sorge vor, bei einem boomenden Aktienmarkt den Anschluss verpasst zu haben. Hohe Erwartungen und hohe Bewertungen lassen wenig Raum für Fehler. Niemand sollte überrascht sein, falls es am Markt zu einer größeren Abwärtsbewegung kommt.

Tatsächlich ist einem aktuellen Artikel im *Wall Street Journal* zufolge ein derartiger Aktienverkauf bereits im Gange.

<sup>1</sup> Positionen in Disney, Wells Fargo, Freddie Mac und McDonald's wurden reduziert.



# 1999

**VERANSTALTUNGSORT** Holiday Inn Convention Center

**TEILNEHMERZAHL** 15.000

**EINZELHEITEN ZU DIESEM JAHR**

- In der Berkshire Mall wurden nicht nur See's Candy, Schuhe von Dexter und Messer von Quikut verkauft, es wurde auch eine Berkshire-Bekleidungslinie vorgestellt.

**RANG IM FORTUNE 500** 112

**AKTIENKURS** 70.134 Dollar

Heutiger Wert eines 1964 investierten Dollar: **5.670 Dollar** Berkshires Buchwert pro Aktie ist von 19,46 Dollar auf **37.987 Dollar** (ein Zuwachs von durchschnittlich **24 Prozent** pro Jahr) gestiegen. Der S&P 500 legte im selben Zeitraum um durchschnittlich **12,2 Prozent** pro Jahr zu.

# HÖHEPUNKTE AUS DEN NOTIZEN FÜR 1999

---

## Der Markt

Wie schon in den vergangenen Jahren wurde Buffett nach seiner Meinung zum Aktienmarkt gefragt. Und wie in den vergangenen Jahren antwortete er: „Wir denken nicht darüber nach.“

Sein Hauptaugenmerk lag immer darauf, großartige Unternehmen zu finden. Entdeckt er eines mit einem großartigen Management und großartigen wirtschaftlichen Kennzahlen zu einem vernünftigen Preis, kauft er es entweder ganz (eine Übernahme) oder in Teilen (ein Aktienkauf an der Börse).

Aktuell kann Buffett keine Schnäppchen unter den Aktien großer Unternehmen ausmachen. Findet er nichts, dessen Kauf sich lohnt, sammelt sich das Geld an. Findet er etwas, stürzt er sich darauf.

Munger sagte, Berkshire habe jahrzehntelang 100 Prozent seines Nettobuchwerts in marktfähigen Wertpapieren und zum Konzern gehörenden Firmen gehabt. Man möge heute Probleme haben, neues Geld zu investieren, aber es sei überhaupt kein Problem, auf einem Haufen Barmittel zu sitzen.

„Das sollte hier niemanden zum Weinen bringen“, schloss er.

## Künftige Renditen

Wie bereits letztes Jahr sagten sie, die realen langfristigen Renditen des amerikanischen Aktienmarkts müssten sinken.

Investoren müssten sich auf dramatisch reduzierte Erwartungen einstellen, deutete Buffett an. Bei einem Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) von vier bis fünf Prozent und einem Prozent Inflation sei es unwahrscheinlich, dass die Unternehmensgewinne schneller als fünf bis sechs Prozent wachsen würden, ansonsten würden die Gewinne irgendwann das BIP übersteigen!

„Das ist so, als wenn in New York mehr Anwälte als Menschen lebten“, witzelte Buffett. Wenn die Gewinne nicht schneller als fünf Prozent oder darüber wachsen können, wie können dann Aktien um 15 Prozent steigen?

Buffett formulierte es noch einmal anders: Man stelle sich einen Bauernhof vor (die Fortune 500), der einen Wert von 10.500 Milliarden Dollar hat und 334 Milliarden Dollar Gewinn abwirft. Wenn man nun 10.500 Milliarden

Dollar für diesen Bauernhof bezahlte, würde das keine gute Kapitalrendite abwerfen.

## Der 200-Millionen-Dollar-Club

Wie bereits in den vergangenen Jahren räumte Buffett ein, dass Technologie und Pharmazeutika die beiden großen Bereiche seien, in denen er nicht aktiv gewesen ist.

Er unterstrich allerdings noch einmal seine Bereitschaft, aus Sicherheitsgründen auf große Summen zu verzichten. Es ist viel einfacher, sich für die Relative Stärke von Coca-Cola zu entscheiden, als sich im Software-Bereich einen Sieger herauszupicken.

Buffett wiederholte, wie wichtig es sei, seinen Kompetenzbereich nicht zu verlassen. Die Technologie für Flugzeugturbinen war die vergangenen 20, 30 Jahre ziemlich statisch, das mache NetJets Geschäft ziemlich vorhersehbar. Dilly Bars sind für die nächsten zehn Jahre sicherer als irgendein Software-Unternehmen.

Er verwies darauf, dass es in den USA etwa 400 Unternehmen gebe, die nach Steuern einen Gewinn von 200 Millionen Dollar oder mehr vorweisen könnten. In fünf Jahren könnte diese Liste auf 450 bis 475 Unternehmen angewachsen sein. Möglicherweise kommen 20 dieser Neuzugänge aus dem Nichts, doch zig Dutzend kleinerer Unternehmen werden aktuell entsprechend bewertet. Viele davon werden die Aktionäre enttäuschen.

Ähnlich Biotech-Aktien – vor fünf Jahren waren sie der letzte Schrei, aber wie viele davon verdienen heute 200 Millionen Dollar?

In einer kapitalistischen Gesellschaft wird man von jedem beobachtet. Der Wettbewerb ist unerbittlich. Ein Unternehmen mit drei Milliarden Dollar Börsenwert ist selten.

„Am besten denken Sie über die Mathematik dahinter nach“, schloss Buffett.

## General Re

Wir sind weiterhin verblüfft, wie wenig Aufmerksamkeit Berkshires bislang größter Übernahme zuteil wird – dem letztes Jahr vorgenommenen, 22 Milliarden Dollar schweren Kauf von General Re.

Eines der wichtigsten Elemente von Berkshire Hathaways Vermögensvermehrungsmaschine bestand darin, dass die zum Unternehmen gehörenden Versicherer kostengünstig Float generieren.

Dank General Re beläuft sich Berkshires Float nun auf 24 Milliarden Dollar (ein beeindruckender Anstieg gegenüber den bescheidenen 17 Millionen Dollar im Jahr 1967).

Kurzfristig sieht Buffett nur wenig Float-Wachstum bei General Re. Das hänge mit der derzeit herrschenden Schwäche am Rückversicherungsmarkt



zusammen. Die Wachstumsrate von GEICOs Float hingegen wird beträchtlich stärker ausfallen. Hinzu kommt, dass die Investitionsmöglichkeiten derzeit begrenzt sind. Insofern werden die Anlagerenditen für den Float kurzfristig unaufregend bleiben.

Zu einer langfristigeren Perspektive: Buffett und Munger sind beeindruckt, über welches Talent und welche Qualitäten die Mitarbeiter von General Re verfügen. Sie freuen sich auf die Möglichkeiten, die sich dadurch auftun, dass sie der weltweit führende Rückversicherer sind.

## GEICO

Buffett ist im Hinblick auf die Prognosen für die größte Berkshire-Tochter GEICO weiterhin enthusiastisch. Der Direktvertrieb von Kfz-Versicherungen wird nach Buffetts Einschätzung bis Jahresende 4,5 Millionen Inhaber von Versicherungspolice aufweisen (doppelt so viele wie 1995, das Jahr, bevor GEICO aufgekauft wurde).

Aktuell nähert sich GEICO vier Prozent Anteil am amerikanischen Markt für Kfz-Versicherungen. Buffett glaubt, in zehn Jahren wird GEICO um ein Vielfaches größer sein.

Für ihn ist das Internet ein Vorteil. GEICOs niedrige Preise und der nationale Ruf haben bereits zu Verkäufen über das Internet geführt. Das Direktvertriebsmodell sollte mit der Zeit immer mehr an Bedeutung gewinnen, glaubt Buffett.

## Einzelhandel und das Internet

Buffett sagt voraus, dass das Internet einen enormen Einfluss auf den Einzelhandel haben wird. In einigen Bereichen sei die Bedrohung durch das Internet derart beträchtlich, dass er um diese Felder lieber einen großen Bogen machen würde (ein Beispiel seien Grußkarten).

In anderen Bereichen hingegen werde das Internet weniger starke Auswirkungen zeigen. Berkshires Möbelgeschäfte beispielsweise werden seiner Meinung nach vom Internet wenig betroffen sein.

Markennamen werden wichtig sein. Buffett hat Zweifel, dass die Menschen über das Internet zu einer x-beliebigen Marke gehen werden. Beim Onlinehandel mit Schmuck beispielsweise würden die Menschen einen Namen auswählen, dem sie vertrauen, wie etwa Tiffany's oder Borsheims (siehe [Borsheims.com](http://Borsheims.com)).

Weiter sagte Buffett, dass auf den Einzelhandel spezialisierte Immobiliengeschäfte betroffen sein würden. Internet-Einzelhändler müssten keine Geschäfte anmieten, dort sei Ladenfläche umsonst.

## Schwer vorhersagbar

Wie schwierig es ist, vorherzusagen, welche Veränderungen Technologie mit sich bringen werden, brachte Munger dem Publikum mit einem faszinierenden Ausflug in die Geschichte näher:

Die Entwicklung der Straßenbahn führte zum Aufstieg der Kaufhäuser. Da die Straßenbahnlinien unbeweglich waren, hatten die Kaufhäuser nach allgemeiner Einschätzung eine unschlagbare Position. Das Kaufhaus war König, denn es bot Kontokorrentkredite und eine erstaunliche Bandbreite an Waren. Doch obwohl die Schienen blieben, verschwanden im Laufe der Zeit die Straßenbahnwagen. Die Menschen zogen in die Vororte, was zum Aufstieg der Einkaufszentren führte und die Dominanz der Kaufhäuser brach.

Und nun stellt das Internet für beide eine Bedrohung dar.

## Burggraben ums Geschäft

Ein Dollar aus dem Internetgeschäft und ein Dollar aus dem Ladengeschäft würden sich in nichts unterscheiden, so Buffett. Worauf es ankomme, sei der „Burggraben“ um das Geschäft. Je größer der Graben, desto größer die Sicherheit und desto höher der künftige Cashflow.

Die zentralen Gefahren liegen in Veränderungen beim Marktanteil, bei Veränderungen der Nachfrage und bei den Fähigkeiten des Managements, was den Einsatz der Finanzmittel angeht.

Je größer der Burggraben, desto weniger groß muss das Management sein. Wie hat es Peter Lynch formuliert: „Finden Sie ein Unternehmen, das jeder Idiot führen könnte, denn früher oder später wird es einer tun.“

Als Beispiele für Unternehmen mit breiten Burggräben führte Buffett Wrigley's und Coca-Cola an. Es sei erstaunlich, wie sehr Coke im Bewusstsein der sechs Milliarden Erdenbürger verankert sei. Selbst der Behälter sei leicht zu identifizieren.

## Telekommunikation

Für diejenigen, die sich mit dem Thema auskennen, sei im Telekommunikationsgeschäft viel Geld zu verdienen, sagte Buffett.

Walter Scott (Mitglied im Berkshire-Board und Chairman von Level 3) hat versucht, diese Veränderungen zu erklären, aber Buffett hat das Gefühl, das Thema nicht völlig zu begreifen. Allerdings gebe es auch einen großen Unterschied darin, eine Wachstumsbranche auszumachen und dann damit tatsächlich Geld zu verdienen, so Buffett. Die Kapitalrendite von AT&T im Lauf der Jahre sei schlecht gewesen, sagte er. Der Wandel habe dem Unternehmen mehr geschadet als geholfen.

Als weitere Beispiele für Branchen, die gewaltig gewachsen sind, in denen aber nur wenige reich geworden sind, führte er das Luftfahrtgeschäft und die Automobilindustrie an.

Munger warf ein, dass ihn das an Luftwaffenoffiziere aus dem Zweiten

Weltkrieg erinnere: Als der Kommandeur Leutnant Jones fragt, was dieser tue, erwidert Jones: „Ich tue nichts, Sir.“ Daraufhin der zweite Offizier: „Und ich helfe Leutnant Jones.“

„Das ist mein Beitrag zu unseren Telekommunikations-Investitionen“, schloss Munger.

## Gutes Leben

Der durchschnittliche Collegestudent lebe auf demselben Niveau wie er, behauptete Buffett. Dasselbe Essen. Keine großen Unterschiede bei Kleidung, Auto oder Fernsehen. (Allerdings konnte Buffett es sich nicht verkneifen, noch etwas Werbung zu betreiben, indem er einräumte, dass er dank NetJets besser reise.)

Hat man genug für das tägliche Leben, seien nur noch die eigene Gesundheit wichtig und die der Menschen, die einem am Herzen liegen. Dasselbe gelte für die Arbeit: Wirklich wichtig sei, dass man Spaß daran habe und Spaß finde an den Menschen, mit denen man arbeite.

„Was bringt denn schon Gesundheit?“, witzelte Munger. „Die bringt einem doch kein Geld.“

## Missbrauch der Bilanzregeln

Es sei in Mode gekommen, mit der Bilanzierung von Umsätzen und Ausgaben Spielchen zu spielen, behauptete Buffett.<sup>1</sup>

Laut Munger besteht der größte Missbrauch möglicherweise im „Big Bath“-Accounting<sup>2</sup> und dem folgenden Auflösen von Reserven zugunsten der Gewinne.

Die Wirtschaftsprüfer hätten das Problem lösen sollen, so Buffett, aber inzwischen liege es wohl eher in den Händen von SEC<sup>3</sup> und Arthur Levitt<sup>4</sup> (den Buffett sehr bewundert).

Dass Japans Wirtschaft im Verlauf des vergangenen Jahrzehnts dermaßen eingebrochen sei, hänge nicht unwesentlich auch mit der Korruption in den Bilanzierungssystemen zusammen, warnte Munger. Das zeige, wie wichtig es sei, keinen Mist ins System zu lassen.

## NetJets

Enthusiastisch ist Buffett, was die Aussichten für Executive Jet Aviation (EJA) angeht, ein Unternehmen, das Berkshire im vergangenen Jahr für 750 Millionen Dollar kaufte.

Über sein NetJets-Programm vertreibt EJA Anteile an Jets und übernimmt für die vielen Eigentümer das Flottenmanagement.

Buffett sagt gerne: Dank EJA sei die Bestellung eines Flugzeugs so einfach, wie sich ein Taxi zu rufen. Er lobte EJA-CEO Rich Santulli dafür, den Mut

und die Vision aufgebracht zu haben, die Idee von Teileigentum an Flugzeugen in ein großes Unternehmen zu verwandeln.

Ein Teil von Berkshire zu werden, habe die Dominanz von EJA und die Wachstumsgeschwindigkeit des Unternehmens verbessert, erklärte Buffett. Er rechnet damit, dass EJA in 10 bis 15 Jahren ein sehr großes, globales Unternehmen sein werde.

## Versicherung von Großkatastrophen

Auch wenn die Versicherungsprämien derzeit niedrig sind, vertritt Buffett die Ansicht, dass Berkshires Vormachtstellung auf dem Rückversicherungsmarkt für Großkatastrophen stärker denn je ist.

Für das, was Berkshire bieten kann, gibt es nur eine kurze Liste von Konkurrenten. Nach der nächsten Großkatastrophe werde Berkshires Ruf als „Fort Knox“ ausgesprochen wertvoll sein, sagte Buffett voraus.

## Berkshire und der S&P 500

Aktuell sind sechs bis sieben Prozent der Investmentfonds Indexfonds. Berkshire ist kein Teil des S&P-Index, obwohl es sich – bis auf einen Punkt, nämlich Liquidität – in jeglicher Hinsicht dafür qualifiziert.

Buffett schlug eine Einführung vor, die schrittweise über zwölf Monate erfolgt. Dieser Ansatz wurde in Australien verfolgt.

Während das Indizieren weiter zunimmt, werden für Berkshire und den gesamten Markt Liquiditätsprobleme vorherrschen. Früher oder später werde der S&P das berücksichtigen müssen.

Berkshire werde schon noch in den S&P-Index kommen, schloss Munger.

## Always Coca-Cola

Buffett tat Bedenken ab, Coca-Cola könne es angesichts des starken Dollars schwer haben. Wirklich wichtig seien der Marktanteil und der Share of Mind, die Rolle, die die Marke in den Gedanken der Menschen spiele.

Coca-Colas Marktanteil ist fantastisch und das Markenbewusstsein überwältigend positiv. Die Marke steht für ein gutes Gefühl. Schlüssel zur Bewertung des wirtschaftlichen Fortschritts von Coca-Cola sind 1) die Zahl der verkauften Einheiten (je mehr, desto besser) und 2) die Zahl der im Streubesitz befindlichen Aktien (je weniger, desto besser).

Es stimmt, dass sich das Wachstum der Stückzahlen in den vergangenen vier Quartalen verlangsamt hat, aber Buffett tut das ab. Es handele sich um eine Momentaufnahme und sei für eine 10-Jahres-Prognose nicht von Bedeutung.

(Einwurf von Munger: Prognosen über einen Zeitraum von 10 bis 15 Jahren hinweg können eine Menge Störgeräusche ausblenden.)

Buffett schloss mit den Worten, es sei schwierig, sich ein besseres Unternehmen vorzustellen. Es möge Unternehmen geben, die rascher wachsen, aber keines wächst so solide.

- 1 Berkshires Jahresbericht für 1998 geht über mehrere Seiten hinweg auf dieses Thema ein.
- 2 Anm. d. Übers.: Eine Methode, bei der ein Unternehmen versucht, möglichst viele negative Elemente in einen Rechnungslegungszeitraum zu packen.
- 3 Anm. d. Übers.: Securities & Exchange Commission, die US-Börsenaufsicht.
- 4 Anm. d. Übers.: Von 1993 bis 2001 SEC-Vorsitzender.



# 2000

**VERANSTALTUNGSORT** Omaha Civic Auditorium

**TEILNEHMERZAHL** über 10.000

**EINZELHEITEN ZU DIESEM JAHR**

- Corey und Dan teilten sich in diesem Jahr die Pflichten. Corey war bei Berkshires Versammlung in Omaha, Dan reiste währenddessen zum Aktionärstreffen von Wesco Financial nach Pasadena, Kalifornien.

**RANG IM FORTUNE 500** 64

**AKTIENKURS** 56.177 Dollar

Heutiger Wert eines 1964 investierten Dollar: **4.541 Dollar** Berkshires Buchwert pro Aktie ist von 19,46 Dollar auf **40.442 Dollar** (ein Zuwachs von durchschnittlich **23,6 Prozent** pro Jahr) gestiegen. Der S&P 500 legte im selben Zeitraum um durchschnittlich **12,4 Prozent** pro Jahr zu.

# HÖHEPUNKTE AUS DEN NOTIZEN FÜR 2000

---

## General Re

Obwohl bei General Re zuletzt Verluste aufgelaufen waren, halten Buffett und Munger unbeirrbar an ihrer optimistischen Einschätzung im Hinblick auf die langfristigen Aussichten ihres Rückversicherungsgeschäfts fest.

Berkshire hat aus ihrer Sicht Vorteile gegenüber dem Wettbewerb, was die Zahlungsfähigkeit, die Zahlungsbereitschaft und die Preisdisziplin angeht.

Buffett sagte, selbst wenn er vor der Übernahme durch Berkshire gewusst hätte, wie hoch die Verluste bei General Re sein würden, hätte er das Geschäft durchgezogen.

## Der vordere Platz

Buffett kehrte zu einem Konzept zurück, das er schon zahllose Male angesprochen hat, nämlich im Verbraucherdenken einen vorderen Platz einzunehmen. „Wenn wir so weit sind, wird der Markt nachziehen.“

Den Konsumgüterherstellern sei dies bewusst. 75 Prozent der Weltbevölkerung beispielweise fällt etwas zum Thema Coca-Cola ein und in überwältigendem Maße ist es etwas Positives. Ähnlich fällt den meisten Menschen in Kalifornien etwas zu See's Candy ein und in überwältigendem Maße ist es ebenfalls etwas Positives.

Noch ein paar Kalifornier mehr in den nächsten Jahren, noch ein paar positivere Gedanken mehr und das Wachstum von See's wird auch zukünftig gesichert sein.

Ausführlich ließ sich Buffett zu den Schwierigkeiten von American Express aus. Das Unternehmen nimmt, wenn es um finanzielle Integrität und weltweite Akzeptanz geht, in den Köpfen der Menschen einen ganz besonderen Platz ein.

Als in den 1930er-Jahren Banken schlossen, übernahmen Traveller Cheques von American Express bis zu einem gewissen Grad die Bankenaktivitäten. Das Unternehmen leistete sich zwar im Laufe der Jahre einige derbe Patzer, aber der Name American Express weist einen enormen Wert und ein enormes Prestige auf (das unter der derzeitigen Führung sogar noch zunimmt).

# Technologie-Aktien und Kettenbriefe

Was ihre Einschätzung des Markts angeht, äußerten sich Buffett und Munger dieses Jahr deutlich schärfer als im Vorjahr. Die Spekulationen mit Aktien seien heute möglicherweise so weit verbreitet wie nie zuvor in der Geschichte der USA. Es sei das extremste Ereignis im modernen Kapitalismus, so Munger.

Um zu unterstreichen, wie verrückt die Situation sei, führte Buffett an, dass ein Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von 10 Milliarden Dollar momentan bei der Bank nicht einmal 100 Millionen Dollar leihen könnte. Die Eigner hingegen würden imstande sein, ein Vielfaches dieses Betrags aufzunehmen.<sup>1</sup>

Der Preisanstieg des Technologiesektors sei wie ein Kettenbrief, sagte Buffett: Die ersten Teilnehmer würden groß abkassieren, was zulasten derjenigen gehe, die später kämen. Den dramatischen Anstieg des kasinoartigen Day-Tradings bezeichnete er als „töricht“.

„Im vergangenen Jahr war die Möglichkeit, aus der Ignoranz der Aktionäre Kapital zu schlagen, größer denn je“, erklärte Buffett und warnte, dass der Durchschnittsanleger seine Erwartungen zurückschrauben solle.

Besonders beißende Kommentare kamen von Munger, was die Internet-Spekulationen anbelangte: „Hier wird ein gutes Konzept wie das Internet mit irrationalem Exzess vermischt. Aber auch wenn man Rosinen mit Hasenkötteln vermischt, sind es doch immer noch Hasenköttel.“

## Internet senkt Gewinnmargen

Bei der Aktionärsversammlung von Wesco Financial erklärte Munger, dass die größte Folge des Internets bislang nur wenig verstanden werde – dass nämlich die Käufer die Sieger seien. Und das lasse es ziemlich wahrscheinlich erscheinen, dass die Unternehmensmargen schrumpfen werden, wenn die Bandbreite zunimmt. Und das wiederum ist möglicherweise nicht gut für die Kursentwicklung.

Für hohe Kapitalgewinne seien oftmals Informationsineffizienzen verantwortlich, sagte Munger. Ein wirklich effizientes Auktionssystem schafft derartige Ineffizienzen aus der Welt, weil es dem Käufer ermöglicht, den niedrigsten Preis zu finden.

Dann erzählte er die Geschichte der IBM-Lochkarten für Computer. IBM hatte das Monopol auf diese Karten und machte damit 25 Prozent Gewinn. Als der Konzern den Markt öffnen musste, stiegen viele kleine Unternehmen in den Markt ein. Es gab einen Preiswettbewerb, die Preise rauschten in den Keller. Lochkarten wurden zu einem reinen Gebrauchsgegenstand. Dies könne durchaus unter dem Strich die Folge des Internets sein.

Beim Berkshire-Aktionärstreffen erzählte Buffett, dass eine bestimmte Straßenbahn-Kreuzung in Omaha einmal als allerbeste Lage galt. Damals



dachten die Menschen: „Wer würde denn je die Gleise wieder herausreißen?“

„Durch das Internet“, schloss Buffett, „werden die Straßenbahngleise jeden Tag aufs Neue herausgerissen.“

## Eine wichtige Wahrheit: Man muss wissen, was es zu vermeiden gilt

Bei der Jahreshauptversammlung von Wesco Financial nahm Munger die Anleger ins Visier, die der Performance nachjagen. Investoren bräuchten bloß einen vernünftigen Weg zur Steigerung ihres Wohlstands (vor allem dann, wenn sie ohnehin bereits reich sind). Was macht es da, wenn jemand anderes reich wird? Es werde *immer* jemanden geben, bei dem es besser läuft.

Die Vorstellung, man könne von einem Investor oder einem Anlagemanager verlangen, besser als alle anderen zu sein, sei Unfug. Der Schlüssel zum Erfolg bestehe darin zu wissen, was man auf jeden Fall *vermeiden* sollte, und um diese Dinge einen großen Bogen zu machen (eine schlechte Ehe, ein früher Tod und so weiter). Wenn man dies befolge, werde das Leben sehr viel besser sein, riet er.<sup>2</sup>

## Gegen den Strom

Nach Auffassung von Buffett und Munger sind viele der Abfindungspakete, die die Unternehmen heute bieten, für die Aktionäre keine gute Sache.

Buffett beklagte die Lotterieschein-Mentalität, die bei der massiven Vergabe von Aktienoptionen herrsche. Insbesondere störte er sich daran, dass, wenn die Person an der Spitze eine ungeheuerliche Summe erhalte, sich dies wie in einer Pyramide durch das gesamte Unternehmen fortsetze.

Munger warf ein, dass viele der Abfindungspakete der Unternehmen in der Moderne in etwa so seien, als würde ein Landwirt eine Kolonie Ratten im Kornspeicher aussetzen.

## Microsoft-Verfahren

Dass das amerikanische Justizministerium versucht, Microsoft zu zerschlagen, hält Buffett für nicht klug: „Wir haben da etwas, das sehr gut funktioniert. Es ergibt keinen Sinn, nun daran herumzuschrauben.“

Vor 20 Jahren hätten die USA einen Minderwertigkeitskomplex verspürt, was ihren Platz in der Welt angehe, sagte er. Amerikas Industrie fiel hinter Japan oder Deutschland zurück.

Doch durch die Software-Entwicklung „haben wir alle beiseite gefegt. Wir liegen so weit vorne, dass nur schwer auszumachen ist, wer auf dem zweiten Platz liegt“. Er prognostizierte, dass die Softwarebranche immer wichtiger

werden wird.

## Niedrige Erwartungen

Sowohl auf dem Berkshire-Treffen wie auch bei Wesco Financial wurde empfohlen, immer wieder Buffetts Artikel im *Fortune-Magazin* zu lesen. In diesem Artikel spricht Buffett davon, dass eine vernünftige Einschätzung der Aktienrenditen für die nächsten 17 Jahre bei sechs Prozent jährlich liegen würde.

Beim Berkshire-Treffen sagte Buffett: „Wir glauben nicht, dass der Besitz von Wertpapieren in den nächsten 10, 15 Jahren eine sehr aufregende Angelegenheit sein wird.“

Bei der Aktionärsversammlung von Wesco Financial verwies Munger darauf, dass Amerika nach den 1930er-Jahren eine moralische Aversion gegen Aktien entwickelt habe.

Ein Komiker sagte damals: „Man empfahl mir, fürs Alter Aktien zu kaufen. Das hat perfekt funktioniert. Ich habe Aktien gekauft und gerade einmal sechs Monaten später fühlte ich mich wie ein alter Mann.“

Heute sind Aktien extrem beliebt, was dazu führt, dass sich nur vereinzelt gute Gelegenheiten auftun.

„Es wird sich schon etwas ergeben“, zitierte Munger unverzagt Wilkins Macawber<sup>3</sup>.

Wie bereits in früheren Schreiben berichtet, verstärkt Berkshire seine Aktivitäten beim Kauf hundertprozentiger Tochterunternehmen. Berkshire hat vergangenes Jahr mehrere Unternehmen erworben, Wesco Financial kaufte Cort, einen Vermieter von Büromöbeln.<sup>4</sup>

## Effektive Vernunft

Munger, ganz der Philosoph, vertritt mittlerweile seit Jahren die Idee, dass wir zur Lösung menschlicher Probleme alle einen interdisziplinären Ansatz verfolgen sollten.

Die Menschen würden bessere Entscheidungen treffen, wenn sie in jeder wichtigen Disziplin die zentralen Denkmodelle verinnerlichen (etwa das Wiederanlage-Prinzip und Wahrscheinlichkeit in der Mathematik und Bruchstellen und Backup-Systeme im Ingenieurwesen) und sie allesamt anwenden würden.

Speziell die Fehler ließen sich auf diese Weise vermeiden, die entstehen, wenn man zu stark auf ein Modell setzt („Dem Mann mit dem Hammer erscheint jedes Problem wie ein Nagel“). Als Beispiel diskutierte Munger den wirtschaftlichen Zusammenbruch Japans.

Während der vergangenen zehn Jahre hat Japan alles unternommen, was die Wirtschaftsschule der Keynesianer empfiehlt. So wurden beispielsweise die Zinsen gesenkt und die Geldversorgung ausgeweitet. Der „keynesianische

Hammer“ erwies sich als überraschend wirkungslos. Was die Ökonomen nicht berücksichtigt hatten, war die *Psyche* der Japaner.

Mungers Schlussfolgerung: Die Menschen waren so schockiert von den Verlusten, die sie beim Aktiencrash 1990 in Japan erlitten hatten, dass sie nun Angst hatten, Geld aufzunehmen, und dass die Banken unabhängig von der Höhe der Zinsen Angst hatten, Geld zu verleihen.

Bei der Jahreshauptversammlung von Wesco Financial empfahl Munger „effektive Vernunft“ als Ziel, das man sein Leben lang anstreben sollte.

- 1 Es gibt Berichte, wonach Banken auf der Jagd nach Gebühren für Börsengänge den Eignern von Dotcom-Unternehmen Geld liehen und dabei Dotcom-Aktien als Sicherheit akzeptierten.
- 2 In Kindlebergers Buch *Manien, Paniken, Crashes. Die Geschichte der Finanzkrisen der Welt* heißt es: „Nichts ist so verstörend für das eigene Wohlergehen und Urteilsvermögen, wie mitzuerleben, wie ein Freund reich wird.“ Es ist fast so, als würde Munger direkt auf dieses Zitat antworten.
- 3 Anm. d. Übers.: Eine für ihren unerschütterlichen Optimismus bekannte Figur aus dem Roman *David Copperfield* von Charles Dickens.
- 4 Laut 10-K [Anm. d. Übers.: ein standardisierter Jahresbericht, der bei der SEC eingereicht wird] schlug Wesco Financial sogar Kapital aus dem Internetboom und verkaufte für rund 30 Millionen Dollar Anteile an [Homestore.com](http://Homestore.com), die Cort im Februar gehalten hatte.



# 2001

**VERANSTALTUNGSORT** Omaha Civic Auditorium

**TEILNEHMERZAHL** über 10.000

**EINZELHEITEN ZU DIESEM JAHR**

- Corey schrieb sehr eifrig mit, was es uns erlaubt, die folgenden Perlen der Weisheit weiterzugeben. Daniel fehlte dieses Jahr.

**RANG IM FORTUNE 500** 40

**AKTIENKURS** 71.120 Dollar

Heutiger Wert eines 1964 investierten Dollar: **5.749 Dollar** Berkshires Buchwert pro Aktie ist von 19,46 Dollar auf **37.920 Dollar** (ein Zuwachs von durchschnittlich **22,6 Prozent** pro Jahr) gestiegen. Der S&P 500 legte im selben Zeitraum um durchschnittlich **11,8 Prozent** pro Jahr zu.

[OceanofPDF.com](http://OceanofPDF.com)

# HÖHEPUNKTE AUS DEN NOTIZEN FÜR 2001

---

## Eine große Idee: Float

Nur wenige Investoren verstehen eines der großen Geheimnisse hinter Berkshire Hathaways Vermögensvermehrungsmaschine – den Float.

Versicherungsunternehmen sammeln Prämien ein, von denen ein beträchtlicher Teil als Reserve zurückgelegt wird, um künftige Ansprüche begleichen zu können. Diese Reserve wird auch als Float bezeichnet und bringt Berkshire Geld ein, weil es die Kapitalrendite des Unternehmens hebelt.

Dank des nur geringe Kosten verursachenden Floats sind Berkshires Renditen richtig durchgestartet. Darüber hinaus hat Buffett den Float von 17 Millionen im Jahr 1967 bis Jahresende 2000 auf unglaubliche 27 Milliarden Dollar gesteigert.

Für 2001 sucht Buffett nach Möglichkeiten, Berkshires Float rascher wachsen zu lassen und gleichzeitig die Kosten zu senken.

Parallel dazu erwartet er, dass der Float auf 30 Milliarden Dollar ansteigt (was ungefähr zehn Prozent vom Gesamtwert in den USA entspricht). Sollte es nicht zu einer Großkatastrophe kommen, werden die Kosten für den Float für das Jahr hochgerechnet auf unter drei Prozent sinken (im vergangenen Jahr waren es sechs Prozent), prognostiziert Buffett, der für die kommenden Jahre mit weiteren Verbesserungen rechnet.

Was den Float so wertvoll macht, ist seine mächtige Hebelwirkung.

Munger formulierte es so: „Generiert man Float zu 3 Prozent per annum und kauft mit den Erlösen aus diesem Float Unternehmen, die 13 Prozent per annum bringen, ist das unserer Einschätzung nach eine sehr gute Position.“

## Gesenkte Erwartungen

In dem Artikel, den Buffett 1999 für das Magazin *Fortune* schrieb, bezeichnete er es als unwahrscheinlich, dass die Unternehmensgewinne in den USA auf deutlich höher als sechs Prozent des BIP klettern werden. Historisch betrachtet lag der Wert bei vier bis sechs Prozent und zuletzt waren es um die sechs Prozent.

Wenn man diese Gewinne bereits mit sehr hohen Kennzahlen kapitalisiere,

muss man schlussfolgern, dass der Wert der amerikanischen Unternehmen in etwa so schnell wachsen wird wie das BIP. Dieses Wachstum wiederum sollte bei etwa fünf Prozent jährlich liegen und die Inflation ebenfalls bei einigen Prozentpunkten.

Aktien seien eine absolut vernünftige Methode, in den nächsten 15, 20 Jahren sechs bis sieben Prozent pro Jahr zu verdienen. Wer allerdings damit rechne, 15 Prozent im Jahr zu machen, der träume.

## Skandal um Pensionskassen

Als besonders interessant bezeichnete es Buffett, dass die Rentenfonds in den 1970er-Jahren, als die Aussichten für Aktien rosiger waren, mit Annahmen von um die sechs Prozent arbeiteten. Heute dagegen, bei deutlich schlechteren Aussichten, arbeiten die meisten Rentenfonds mit einer Annahme von neun Prozent oder noch mehr.

Er wisse nicht, wie die Rentenfonds neun Prozent oder noch mehr schaffen wollten, sagte Buffett. Andererseits: Sollten die Annahmen zurückgefahren werden, würden die gemeldeten Gewinne der Unternehmen beträchtlich sinken. Diesen Schritt wolle niemand gehen.

Es werde interessant sein zu beobachten, wie schnell sich die Annahmen verändern, wenn sich in den kommenden Jahren die Fälle mehren, in denen die Pensionskassen die Vorgaben verfehlen.

Munger sagte, die Bilanzmethoden der Pensionskassen würden an einen Skandal heranreichen, derart übertrieben seien diese Annahmen. Er verglich die Situation mit dem Leben auf einer Erdbebenlinie. Darunter baue sich Stress auf, aber die Menschen auf der Linie würden sagen: „Jetzt hat die Erde so lange nicht mehr gebebt, da wird es immer unwahrscheinlicher, dass nun noch ein Beben kommt.“ Es sei genauso dumm, Erdbebenversicherungen zu verkaufen, wie Planungen für einen Rentenfonds zu betreiben.

## Versorgerkrise in Kalifornien

Elektrizität zu erzeugen sei ein gewaltiges und zentrales Unterfangen, erklärte Munger. Das in Kalifornien herrschende Chaos zeige allerdings eine Schwäche in unserem Bildungssystem auf, da alle möglichen klugen Leute – Manager von Versorgerbetrieben, Gouverneure, Journalisten – Schwierigkeiten damit hätten zu erkennen, was das Wichtigste bei einem Stromnetz sei, nämlich über überschüssige Kapazitäten zu verfügen.

Jeder wisse, dass man beim Brückenbau darauf achte, dass die Brücke deutlich mehr als die maximal zugelassene Belastung aushalten könne. Ein identischer Sicherheitsspielraum sei bei einem Stromnetz unerlässlich, doch laut Munger ignorieren sehr intelligente Menschen diese überaus wichtige Tatsache, dabei liege sie doch auf der Hand.

Buffett führte aus, dass aus gesellschaftlicher Sicht das Stromnetz wohl

über drei Eigenschaften verfügen sollte: Erstens sollte es effizient sein. Ein zweiter Punkt wäre der, eine anständige, aber nicht exzessive Kapitalrendite zu erwirtschaften, um für künftige Bedürfnisse Kapital anzulocken. Drittens sei Mungers Sicherheitsmarge anzustreben, um eine ausreichende Versorgung zu gewährleisten.

Im alten regulierten System wurden die Betreiber so bezahlt, dass sie 15 bis 20 Prozent vor der Nachfragekurve blieben. Im alten regulierten System wurden die Betreiber allerdings nicht dafür bezahlt, effizient zu sein, was zu Nachlässigkeiten führen konnte.

Die Probleme, die ein gelegentlich schlampig arbeitendes Management mit sich bringe, seien jedoch nichts im Vergleich zu dem Problem, das aus einer ungenügenden Stromerzeugung resultiere, so Buffett.

Als Kalifornien dereguliert wurde, verlagerte sich der Besitz der Versorgerbetriebe hin zu Menschen, die kein Interesse an Überangeboten hatten. Tatsächlich waren sie auf Unterangebote aus, weil Engpässe ihre Gesamtkapitalrentabilität verbessern würden.

Es entstand also, wie Buffett erklärte, eine Situation, in der die Interessen der Betreiber und die Interessen der Gesellschaft voneinander abwichen. Man kann nicht einfach einen Versorgerbetrieb, der für Summe X gebaut wurde, für 3 mal X an unternehmerisch ausgerichtete Betreiber verkaufen und dann erwarten, dass die Strompreise fallen. Das sei ein sehr, sehr elementarer Fehler, so Buffett.

Er sagte, der Bedarf nach Stromerzeugern werde zunehmen. Eine wachsende Elektrizitätsbranche werde reichlich Kapital benötigen und es müssten sich dabei für Berkshire Möglichkeiten eröffnen, eine vernünftige Kapitalrendite zu erzielen.<sup>1</sup>

## Der größte Fehler: Kosten entgangener Gewinne

Die extremsten Fehler in Berkshires Historie würden als Kosten entgangener Gewinne auftauchen, sagte Munger. Im Management würden nur wenige darüber nachdenken, aber verpasste Gelegenheiten hätten die Berkshire-Aktionäre „Milliarden und Milliarden und Abermilliarden Dollar gekostet“, behauptete Buffett.

Munger führte ein dramatisches Beispiel dafür an, wie verpasste Gelegenheiten – unter Berücksichtigung des Wiederanlage-Prinzips – eine immense Summe Geld kosten können.

Als er jünger war, bot man Munger 300 Aktien von Belrich Oil an. Er analysierte das Angebot und kam zu dem Schluss, dass er dabei unmöglich Geld verlieren könne und ganz im Gegenteil die Wahrscheinlichkeit groß sei, dass er damit Geld verdient. Also kaufte er. Drei Tage später bot man ihm 1.500 Aktien an, aber er lehnte ab, weil er, um dafür zu bezahlen, etwas anderes hätte verkaufen müssen.

Wenn man diesen Fehler zu Ende rechnet, habe ihn das bis heute 200 Millionen Dollar gekostet, behauptete Munger.

Der Fehlerbegriff erstreckte sich auf die Dinge, die im Rahmen ihrer Kompetenz lägen, grenzte Buffett ab. Eine tolle Gelegenheit bei Kakao-Futures zu verpassen, sei kein Fehler, da dies ein Gebiet sei, von dem sie nur wenig wüssten. Ein Fehler sei es vielmehr, wenn sie etwas begreifen würden, aber dann nicht in großem Stil entsprechend handeln würden.

„Daumenlutschen“, nennt es Munger elegant.

## Schadenersatzleistungen: Lotterielose

Buffett zeigte sich recht besorgt, was die explodierenden Schadenersatzleistungen anbelangt.

Das Durcheinander bei Schadenersatzklagen wegen Asbest ist nur ein Beispiel. Sofern es keine Lösung des Gesetzgebers gibt, sieht Buffett einen immer größeren Teil des BIP auf Schadenersatzleistungen entfallen.

Ein Anwalt könne eine übersehbare Menge an Zeit investieren und dafür im Gegenzug Dutzende oder Hunderte Millionen Dollar einstreichen, sagte Buffett.

Einer von Buffetts Anwaltsfreunden sagte ihm, angeblich in Anlehnung an Abraham Lincoln: „Ich suche nur nach zwölf Geschworenen, die ich die ganze Zeit zum Narren halten kann.“<sup>2</sup>

Dass die Gerichte immer mehr Macht bekämen, ist laut Munger ganz besonders schädlich. Richter am obersten Gerichtshof eines Staats werden auf Lebenszeit ernannt, das heißt, sie müssten sich schon sehr arg mit besonderen Interessengruppen überwerfen, um ihr Amt zu verlieren.

Dies, so Munger, führe dazu, dass schlechter Wissenschaft, schlechten Wirtschaftsgutachten und schlechten Anwälten viel zu viel Toleranz entgegengebracht wird. Anzeichen für eine Verbesserung kann er nur wenige ausmachen.

Der Trend hin zu Schadenersatzklagen werde sich möglicherweise intensivieren, sagte Buffett. Investoren sollten deshalb eine Sicherheitsmarge einziehen, um diesen Umstand zu berücksichtigen.

## Zucker

Lebensmittelhersteller laufen aus Sicht Buffetts keine große Gefahr, für ihre Produkte verklagt zu werden.

Zum Thema Zucker sagte Buffett, dass der Mensch im Laufe eines Jahres durchschnittlich rund 250 Kilogramm Trockenmasse an Lebensmitteln zu sich nimmt und dass davon etwa 57 Kilogramm (also mehr als 20 Prozent) in der einen oder anderen Form aus Zucker bestünden. Dennoch nehme die durchschnittliche Lebenserwartung der Amerikaner weiter zu.

Was Coca-Cola, See's Candy oder Dairy Queen angehe, mache er sich



wegen irgendwelcher Schadenersatzklagen überhaupt keine Sorgen.

## Das Internet: Eine gewaltige Falle

Die Vorstellung, man könne nahezu jedes beliebige Unternehmen nehmen und im Internet ein Vermögen damit machen, ist mittlerweile ziemlich diskreditiert.

Die Bedrohung, die das Internet für das Möbel- und das Schmuckgeschäft von Berkshire darstelle, sei beträchtlich gesunken, meldete Buffett. In beiden Branchen seien in kurzer Abfolge sehr prominente Internetfirmen mit Bewertungen von Hunderten Millionen Dollar verschwunden.

Das Internet hat laut Buffett dafür gesorgt, dass Firmengründer durch Wagniskapitalmärkte die Hoffnungen und die Gier von Millionen Investoren zu Geld machen konnten. Enorme Summen seien von den Gutgläubigen zu den Gründern geflossen, realer Wohlstand sei dabei aber nur sehr wenig entstanden.

„Das Internet war eine gewaltige Falle“, lautete seine Schlussfolgerung.

Munger warf ein, dass er und Buffett früher im Geschäft für Lebensmittellieferungen gewesen seien, „ein furchtbares Geschäft“. Nun sei jemand zu der Meinung gelangt, dass es ein großartiges Geschäftsfeld sei und habe eine Idee im Internet daraus gemacht.

Bei dem betreffenden Lebensmittelladen habe es sich um das „berühmtberüchtigte“ Geschäft Buffett & Son gehandelt, das die Familie 100 Jahre lang mehr schlecht als recht über die Runden brachte.

Funktioniert habe das nur, indem man Leute wie Munger als Lohnsklaven anstelle, scherzte Buffett.

Sie hätten Bestellungen nicht per Tastatur, sondern mit einem Stift in der Hand entgegengenommen, aber sobald sie damit begannen, die Lieferungen auf Laster zu verladen, hätten sie es mit denselben Kosten zu tun bekommen wie Webvan.

## Marke gegen Einzelhändler

Es werde immer eine Schlacht zwischen Marken und Einzelhändlern geben, erklärte Buffett. Der Einzelhändler möchte, dass sein Name eine Marke ist. Wenn die Menschen Costco oder Walmart genauso sehr vertrauen, wie sie den Marken vertrauen, würde der Wert der Marke vom Produkt selber auf den Einzelhändler übergehen.

Marken wie Kellogg's hätten miterlebt, wie sich die Macht hin zu Lebensmittelhändlern wie Walmart oder Costco verlagert, sagte Munger.<sup>3</sup> Was für eine Kraft Sam's Club und Costco entwickelt hätten, sei ausgesprochen außergewöhnlich.

Eine Frau habe sich bei ihm für ihre Strumpfhose bedankt, die sie auf seine Empfehlung hin bei Costco gekauft habe, prahlte Munger (Costco

vertreibt eine gemeinsame Marke mit Hanes).

„Wie verzweifelt muss diese Frau sein, wenn sie sich bei dir Rat zu Strumpfhosen holt“, stichelte Buffett.

## Was wir aus der Vergangenheit ableiten: Immense Dummheit

Munger griff Buffetts im Herbst 1999 im *Fortune-Magazin* erschienenen Artikel noch einmal auf und sagte, die Aktionärsklasse in Amerika sollte ihre Erwartungen deutlich zurückschrauben.

Mit seiner üblichen „Zurückhaltung“ erklärte Munger: „Es ist dumm, was wir aus der Vergangenheit ableiten. Nicht bloß dumm, sondern immens dumm.“

Für jedes Unternehmen sei es ein Fehler, 15 Prozent Wachstum in Aussicht zu stellen, dennoch würden es viele tun, sagte Buffett. Sofern die US-Wirtschaft nicht ein Jahreswachstum von 15 Prozent erziele, falle einem diese Angabe vor die Füße, und nur ausgesprochen wenige Großkonzerne kämen auf 15 Prozent. Dennoch wurden während der Blase Unternehmen mit 500 Milliarden Dollar bewertet – dabei gab es keinerlei mathematische Kennzahlen, die eine derartige Bewertung wie auch immer rechtfertigen würden.

Bis zu einem gewissen Grad würden sich Aktien wie Bilder von Rembrandt verkaufen, sagte Munger. Verkaufsargument sei nicht der Wert, den die Menschen aus dem Betrachten des Bilds ziehen, sondern die Tatsache, dass die Preise für Rembrandts Bilder in der Vergangenheit gestiegen sind. Und wenn man jede Pension in Amerika mit Rembrandts füllt, werden Rembrandts dennoch weiter steigen und steigen.

Es sei nicht eine großartige Performance, sondern großartige Werbung gewesen, die während der vergangenen Jahre für die größten Gewinne an der Wall Street gesorgt habe, so Buffett.

Die derzeitigen Zustände seien obszön, sagte Munger. Es gebe zu viel in die Irre führende Verkaufsprospekte und das Fernsehen lege zu viel Gewicht auf Spekulationen.

## Früh anfangen

Den jüngeren Teilnehmern der Veranstaltung legte Buffett ans Herz, frühzeitig mit dem Sparen zu beginnen.

Er selbst habe das große Glück gehabt, dass sein Vater für seine Ausbildung bezahlte, räumte er ein. Auf diese Weise hatte er, als er 21 war, 10.000 Dollar zusammengespart – und verfügte dadurch über einen gewaltigen Vorsprung.

Buffett sagte, es sei als Teenager viel einfacher, Geld zu sparen, da sich die

Eltern noch um die finanziellen Verpflichtungen kümmern. Jeder Dollar, der zu diesem Zeitpunkt zurückgelegt werde, sei 20 Dollar wert, behauptete er. Ein ähnlich wertsteigernder Effekt sei beim Erwerb von Wissen über das Geschäftemachen zu beobachten.

Er empfahl, sich über die örtlichen Unternehmen schlau zu machen: Welche Firmen sind gut und warum, welche seien pleite gegangen und so weiter. Auf diese Weise baue man sich eine geistige Datenbank auf, die sich mit der Zeit bezahlt mache.

## In sich selbst investieren

Die allerbeste Investition, die man vornehmen könne, sei die Investition in sich selbst, betonte Buffett. Er sagte, wenn er mit Studenten spreche, sage er ihnen, dass sie mit sich selbst ein wertvolles Gut besitzen.

Buffett würde einem klugen Studenten vermutlich 50.000 Dollar für zehn Prozent von dessen künftigen Einnahmen bezahlen. Das wiederum bedeutet, jeder Student ist ein Vermögenswert von 500.000 Dollar, der einfach herumliegt. Was man nun mit diesem Vermögenswert von 500.000 Dollar am besten anfangen? Man entwickle den Verstand und das Talent.

## Die großen Kostenblöcke kennen

Jahre in, jahraus wiederholen Buffett und Munger, dass sie Firmen mit dauerhaftem Wettbewerbsvorteil kaufen wollen. Dieses Jahr kamen die Zuhörer in den Genuss einer ausführlichen Erörterung zu einem wichtigen Punkt, der großartige Unternehmen auszeichnet – die Kostenstruktur. Eine überlegene Kostenstruktur ist oftmals entscheidend dafür, dass sich ein Unternehmen einen nachhaltigen Vorteil aufbauen kann.

Bei Flightsafety stellen qualitativ hochwertige Flugsimulatoren diesen Schlüssel dar, deshalb investiert Berkshire jährlich 200 Millionen Dollar in Flugsimulatoren. Bei NetJets sind erstklassige Piloten das Entscheidende, in diesem Unternehmen sind die Kosten also sehr personalintensiv.

Im Teppichgeschäft würden nur 15 Prozent der Kosten auf die Belegschaft entfallen, sagte Buffett. Der größte Kostenblock in dieser Branche seien die Rohstoffe, die Fasern.

Bei Versicherungen stellen künftige Ansprüche den großen Kostenblock dar. Hier wird viel mit Schätzungen gearbeitet, da die Ansprüche vielleicht nach fünf, vielleicht nach zehn oder vielleicht auch erst nach zwanzig Jahren anfallen. Im Einzelhandel sind es vor allem die Mieten, die Personalkosten liegen weit abgeschlagen auf dem zweiten Platz.

Die großen Kosten könnten sich, abhängig davon, in welchem Industriezweig man ist, stark unterscheiden, sagte Buffett.

Ihm sei es letztlich egal, ob er sich in ein rohstoffintensives Unternehmen einkaufe, ein personalintensives oder ein kapitalintensives. Der Schlüssel sei

es, die Kosten eines Unternehmens zu begreifen und zu verstehen, warum das Unternehmen einen nachhaltigen Vorteil gegenüber den Wettbewerbern besitzt.

## Arbeitskosten

Diesem Gedankengang folgte ein faszinierender Exkurs Buffetts zur Luftfahrtindustrie.

Das große Problem der Airlines sei nicht so sehr die Umsatzsituation, sondern die Frage, ob die durchschnittlichen Kosten stark von denen der Konkurrenz abweichen. Die Beförderung von Flugpassagieren sei größtenteils ein Alltagsgeschäft, insofern seien die Kosten der entscheidende Faktor. Und den größten Block stelle hier das Personal dar.

Munger verwies darauf, dass die Gewerkschaft der Piloten sehr hart kämpfe. Die Gewerkschaft wisse, dass sich bei dem Chaos, den ein Arbeitskampf dem Routenfahrplan zufügt, keine Fluggesellschaft auf einen längeren Streik einlassen könne. Bei den Fluggesellschaften müsse man deshalb auf die Sitzkosten pro geflogener Flugmeile achten und auf die Kosten pro besetztem Sitz pro geflogener Flugmeile.

Als Munger und Buffett bei USAir im Direktorium waren, lagen die Sitzkosten pro Flugmeile bei 12 US-Cent – was schön und gut war, bis Southwest Airlines kam und mit 8 Sitzcent pro geflogener Flugmeile arbeitete.

Bei den Fluglinien gilt, was in einer kapitalistischen Gesellschaft für viele Industriezweige gilt: Das Geschäft geht früher oder später an den günstigsten Anbieter. Sich Anteile an einem Flugzeug zu kaufen, sei kein Gemeingut, sagte Buffett. Den Kunden von NetJets lägen Service und Sicherheit sehr am Herzen. Wenn man sich einen Fallschirm kaufe, würde man nicht notwendigerweise das günstigste Angebot kaufen, merkte er trocken an.

Sofern NetJets seinen exzellenten Stall an Piloten halten und ausbauen kann, sollte das Unternehmen auf Jahre hinaus gut abschneiden.

## Wer kneift zuerst?

Eine der besten Geschichten des Tages: Die Art und Weise, wie Buffett mit einem Streik umging, der bei der *Buffalo News* ausbrach, kurz nachdem er die Tageszeitung gekauft hatte.

Es war ein faszinierendes Beispiel für die praktische Anwendung der Spieltheorie. Buffett erklärte nämlich, manchmal sei man so schwach, dass die Verhandlungsposition ganz besonders stark sei. (Buffett scherzte, es sei Mungers Idee gewesen, die *Buffalo News* zu übernehmen. Munger sei während eines Schneesturms in Buffalo hängen geblieben, also rief er Buffett an und fragte, was er jetzt tun solle. Buffetts Erwiderung: „Geh los und kauf dir eine Zeitung.“)

Anfang der 1980er-Jahre befanden sich die *Buffalo News* und der *Courier-Express* in einer Art Zweikampf bis zum Tod. Insofern wurde die Auseinandersetzung mit der Gewerkschaft zu einer Art Wettstreit, nicht als erster zu kneifen, denn wenn die Zeitung schloss, würden alle ihre Arbeit verlieren.

Die Gewerkschaft schlug an einem Montag zu. Buffett erinnert sich, dass einige Gewerkschafter Tränen in den Augen hatten, denn sie wussten, sie würden ihren Job verlieren.

Gegenüber der Gewerkschaft nahm Buffett folgende Position ein: „Kommt ihr in einem Tag zurück, sind wir konkurrenzfähig. Kommt ihr in einem Jahr zurück, sind wir nicht mehr im Geschäft. Seid ihr klug genug, herauszufinden, wie weit genau ihr uns unter Druck setzen könnt, ohne dass wir unser Geschäft und ihr euren Arbeitsplatz verliert, dann seid ihr klüger als ich, also geht nach Hause und denkt darüber nach.“

Sie kamen am Donnerstag zurück zur Arbeit und die *Buffalo News* überlebte.<sup>4</sup>

Er habe in dieser Angelegenheit nichts zu entscheiden, befand Buffett. Hätte die Gewerkschaft beschlossen, lang genug die Arbeit niederzulegen, wären sein Investment und ihre Jobs verlorengegangen. Insofern erwies sich die Schwäche der *Buffalo News* in diesem Fall als ihr Trumpf am Verhandlungstisch.

## Der Berkshire-Vorteil

Berkshires Größe sei ein Anker für künftiges Wachstum, klagte Buffett, führte im Anschluss aber auch einige Vorteile von Berkshire an.

Punkt eins: Die Schecks platzen nicht. Berkshire sei als Käufer bei vielen Unternehmen gern gesehen, weil diese wüssten, dass es bei dem Geschäft keine Probleme mit der Finanzierung gibt, sagte Buffett.<sup>5</sup>

So kaufte Berkshire gerade Johns Manville für 13 Dollar pro Aktie in bar, nachdem ein anderes Angebot über 15 Dollar pro Aktie an finanziellen Schwierigkeiten des anderen Bieters scheiterte.

Verkäufer wüssten zudem, dass die Besitzverhältnisse bei Berkshire stabil seien und dass sie ihr Unternehmen wie zuvor führen können.

Für die nächsten 20 Jahre rechne er damit, dass Berkshire insgesamt 40 Unternehmen kaufe, im Schnitt also zwei pro Jahr, so Buffett.

Innerhalb der Investment-Arena herrscht ein extremer Konkurrenzkampf, aber Buffett erklärte, er garantiere, dass die Menschen an den Wertpapiermärkten innerhalb der kommenden 20 Jahre etwas außergewöhnlich Dummes anstellen würden. Für Berkshire laute in diesem Zusammenhang die Frage, ob man, wenn dieser Zeitpunkt gekommen sei, so aufgestellt ist, dass man aus der Entwicklung Kapital schlagen kann. Einen Masterplan gebe es nicht, fügte er hinzu. Man werde einfach so vernünftig

wie möglich weiter Kapital zuteilen.

Es sei klar, dass in 20 Jahren die Berkshire-Aktie über deutlich mehr Stärke und deutlich mehr Wert verfügen werde, sagte Munger. Ebenso klar sei, dass Berkshires jährliches prozentuales Wachstum deutlich unter das Niveau fallen werde, das es in der Vergangenheit betragen hatte.

- 1 MidAmerican Energy, Berkshires Tochter in der Versorgerbranche, hat unlängst Pläne angekündigt, zwei Kraftwerke in Iowa zu bauen.
- 2 Anm. d. Übers.: Lincoln wird das Zitat zugesprochen, man könne alle Menschen eine Zeitlang zum Narren halten und manche Menschen die ganze Zeit, aber nicht alle Menschen die ganze Zeit.
- 3 Munger sitzt bei Costco im Board of Directors.
- 4 Der *Courier-Express* dagegen gab später auf.
- 5 Berkshires Barreserven belaufen sich derzeit auf 30 Milliarden Dollar.



# 2002

**VERANSTALTUNGSORT** Omaha Civic Auditorium

**TEILNEHMERZAHL** 14.000

**EINZELHEITEN ZU DIESEM JAHR**

- Nebraska Furniture Mart erzielte am „Berkshire-Wochenende“ 14,2 Millionen Dollar Umsatz, deutlich mehr also als die 5,3 Millionen Dollar von 1997. Damals wurden erstmals Sonderrabatte für das Event angeboten.

**RANG IM FORTUNE 500** 39

**AKTIENKURS** 75.743 Dollar

Heutiger Wert eines 1964 investierten Dollar: **6.123 Dollar** Berkshires Buchwert pro Aktie ist von 19,46 Dollar auf **41.727 Dollar** (ein Zuwachs von durchschnittlich **22,2 Prozent** pro Jahr) gestiegen. Der S&P 500 legte im selben Zeitraum um durchschnittlich **11 Prozent** pro Jahr zu.

# HÖHEPUNKTE AUS DEN NOTIZEN FÜR 2002

---

## Erwartungen dämpfen

Zu den klügsten Dingen, die man derzeit tun könne, gehöre es, die Erwartungen stark nach unten zu schrauben, betonte Munger.

Es sei nichts verkehrt daran, mit seinem Geld sechs bis sieben Prozent Gewinn zu machen, erklärte Buffett.

Die Inflation sei so gering, welche Renditesteigerungen seien da noch realistisch?

Dass Berkshire große Pakete von Anleihen halte, sei eine „standardmäßige Option“, die zeige, wie wenig Aktien sie aktuell begeistern würden, erklärte Munger. Buffett und Munger finden es gut, wie Berkshire in diesem Umfeld aufgestellt ist. Mithilfe von günstigem Float, beträchtlicher Ertragsstärke und gelegentlichen Schnäppchen sollte Berkshire gut zurechtkommen.

## Float

Die Anfänge waren ganz bescheiden: 12 Millionen Dollar generierte National Indemnity 1967. Seitdem ist der Float auf unfassbare 37 Milliarden Dollar angestiegen.

Buffett schätzte, dass Amerikas Immobilienbranche und Unfallversicherer rund 400 Milliarden Dollar an Float generiere, insofern entspräche Berkshires Anteil etwa neun Prozent.

## Visuelles

UBH trat mit mehreren Folien dieses Jahr erstmals multimedial auf.

Buffetts Begeisterung war deutlich spürbar, als er eine Folie mit dem versicherungstechnischen Gewinn zeigte, den Berkshires Versicherungsgeschäft im ersten Quartal erzielte – eine deutliche Kehrtwende gegenüber den 13 Prozent Kosten des Floats vom vergangenen Jahr. Weiter zeigte die Folie, dass Berkshires Float während des ersten Quartals um 1,8 Milliarden Dollar anstieg.

Kann Berkshires Versicherungsgeschäft dauerhaft rentabel arbeiten, stellen die 37 Milliarden Dollar Float einen zinsfreien Kredit dar, mit dem Berkshire



seine Gewinne hebeln kann.<sup>1</sup>

Der neue General-Re-CEO Joe Brandon leiste hervorragende Arbeit dabei, die Unternehmenskultur von General Re neu auszurichten, sagte Buffett. Er prognostizierte, dass General Re sich zu Berkshires größtem Vermögenswert entwickeln wird.

## Float und Ölquellen

Mit dem Float sei es wie mit Ölquellen, sagte Buffett: Jeden Tag fließe etwas ab. Während man das Öl fördere, müsse man gleichzeitig darauf achten, die Reserven aufzufüllen.

Bei Berkshires Float fließe auf natürlichem Wege weniger ab als bei allen anderen Unternehmen, sagte Buffett. Das hänge damit zusammen, dass der Großteil des Geschäfts langfristig ausgerichtet sei – wie eine langlebige Ölquelle.

Zudem scheine Berkshire jede Menge spezieller Transaktionen anzuziehen, so Buffett.

Munger schloss mit den Worten: „Es ist fast unmöglich, den Float zu sehr geringen Kosten oder ganz ohne Kosten zu steigern. Wir haben das trotzdem vor.“

## GEICO

Der größte Direktversicherer der USA im Kfz-Bereich hat sein Geschäft ausgeweitet, die Zahl der Versicherungen stieg leicht auf 4,8 Millionen.

Jeder GEICO-Versicherungsnehmer sei Berkshire mindestens 1.000 Dollar wert, sagte Buffett.

Die Zahl der Anfragen bei GEICO stieg langsamer, aber eine höhere Abschlussrate pro Anfrage und eine bessere Kundenbindung sprechen dafür, dass GEICO seinen kostenlosen und wachsenden Float noch aufstocken kann – solange das Unternehmen rentabel arbeitet.

## Der größte Aktivposten ist man selbst

Demnächst machen an den Universitäten wieder viele Studenten ihren Hochschulabschluss. Kurz vorher gab Buffett noch ein paar passende Weisheiten zum Besten: Stellen Sie sich vor, einem 17-Jährigen erscheint ein Geist und fragt, welches Auto er ihm besorgen solle. Die Sache habe aber einen Haken – das gewählte Fahrzeug müsse ein Leben lang halten. Natürlich würde der junge Mann daraufhin zehnmal das Handbuch lesen, das Öl doppelt so oft wie empfohlen wechseln und schlicht alles tun, damit das Auto 50 Jahre lang hält.

Mit uns sei es dasselbe, so Buffett: Wir erhalten bloß einen Körper und einen Verstand und müssten unser Leben lang damit auskommen. Man

könne nicht einfach mit 60 alles erneuern. Also müssen wir Körper und Verstand pflegen.

Unser größter Aktivposten sind wir selbst.

Entwickeln Sie als junger Mensch Ihren Verstand, gewöhnen Sie sich an, auf Ihre Gesundheit zu achten, und Ihr Leben wird besser sein. Wenn nicht, sind Sie möglicherweise mit 70 ein Wrack.

## Asbest-Klagen – Krebs für die Wirtschaft

Wenn es um die ausufernden Schadenersatzurteile im Zusammenhang mit Asbest-Klagen geht, malen Buffett und Munger ein düsteres Bild. Sofern der Kongress nicht aktiv werde und Obergrenzen festlege, werde alles noch deutlich schlimmer werden, sagt Buffett voraus.

Die Asbest-Klagen hätten sich zu einer Betrugsmasche entwickelt, warf Munger ein. Kläger ohne echten Klagegrund (und deren Anwälte) würden gewaltige Summen einstreichen, während Personen mit berechtigten Klagen betteln müssten.

Dies sei ein riesiges Problem für Amerikas Wirtschaft, „ein Krebsgeschwür an der Wirtschaft“, sagte Buffett. Da er in den Trümmern einer Katastrophe immer auch Möglichkeiten erkennt, deutete er an, dass sich durch das Durcheinander um Asbest Möglichkeiten für Berkshire ergeben könnten. So könne man Firmen aufkaufen, die von ihren Asbest-Verpflichtungen befreit seien – so wie man es bei Johns Manville getan habe.

## Terrorismus ist real

Unter den Menschen gebe es immer einen gewissen Prozentsatz Gestörter, Größenwahnsinniger und religiöser Fanatiker, sagte Buffett.

Jahrhundertlang hätten die paar Geistesgestörten wenig mehr tun können, als mit Steinen zu schmeißen. Nun jedoch Sorge die moderne Technologie dafür, dass die Möglichkeiten, Schaden anzurichten, immens zugenommen hätten. Leider habe die Menschheit nicht im selben Maße gelernt, besser miteinander klarzukommen, sagte Buffett.

Munger sah das Thema pragmatisch. Was unsere Schwäche, unsere Torheit und unsere Nachlässigkeit angehe, sei 9/11 positiv. So sehr wir das Geschehene auch bedauern mögen, sollten wir nicht bedauern, der Realität fortan mit mehr Intelligenz gegenüberzutreten zu müssen. Die Sicherheitsmaßnahmen, die nun eingeführt würden, hätten längst umgesetzt werden müssen, so Munger weiter.

Er mache sich seit Langem Sorgen wegen einer von Terroristen verursachten Atomkatastrophe, sagte Buffett. 9/11 ändere daran nichts. Viele Millionen Menschen würden die USA hassen, insofern sei es fast unvermeidlich, dass es eines Tages zu einem derartigen Ereignis komme.

# Terrorismus und Versicherung

Der Versicherungsbranche mag seit Langem klar gewesen sein, welche Schäden Extremisten anrichten können, aber in die Versicherungsverträge wurde dieser Aspekt niemals aufgenommen.

Dies sei ein gewaltiger Fehler, sagte Buffett und verwies darauf, wie es der englischen Versicherungsbranche in den 1940er-Jahren erging. Erst nach dem Krieg kam es den Unternehmen in den Sinn, die Entschädigung für Kriegsschäden aus den Verträgen zu nehmen.

In den neuen Verträgen von Berkshire fehlen ABC (Schäden durch radioaktive, biologische oder chemische Stoffe) sowie Brände als Folge atomarer Ereignisse. Ohne derartige Ausschlussklauseln könnten Buffett zufolge ein, zwei atomare Vorfälle ausreichen, um der ganzen Versicherungsbranche den Garaus zu bereiten.

Versicherer versuchen seit Langem, eine Risikohäufung bei natürlichen Ursachen zu vermeiden, etwa bei zu versichernden Häusern, die direkt an der Küste stehen.<sup>2</sup>

Heutzutage müssten die Unternehmen über Risikohäufung nachdenken, die als Folge *menschlicher Aktivität* entstehen, betonte Buffett. So würden die meisten Menschen im Zusammenhang mit dem World Trade Center vor allem an den Verlust von Eigentum und Menschenleben denken, aber die Katastrophe werde problemlos als der größte Fall für Arbeitsunfallversicherungen aller Zeiten in die Geschichte eingehen.

Details nannte Buffett keine, aber er merkte an, dass nach einem Terrorangriff mit Biowaffen die Beträge, die die Arbeitsunfallversicherungen zahlen müssten, sehr schnell schwindelerregende Höhen erreichen könnten.

## „Meine Gauner sehen aus wie Gauner“

Munger sprach davon, dass es unglaublich talentierte Menschen gebe, die in Betrügereien hineinrutschen würden. Die gesellschaftlichen Zustände würden sie dazu verleiten. Am besten reagiere man auf Betrügereien, indem man sie vermeide. Es gebe ganze Bereiche, um die man besser einen Bogen mache, so Munger.

Buffett betonte: „Wir werden nicht betrogen. Meine Gauner sehen aus wie Gauner ... normalerweise erzählen sie einem Dinge, die zu schön sind, um wahr zu sein. Sie haben einen bestimmten Geruch an sich.“

Manchmal sei es so offensichtlich, dass es schon weh tue, warf Munger ein. Der Engländer Robert Maxwell beispielsweise trug den Spitznamen „Der geplatzte Scheck“. Als Satire sei das schon zu extrem, um noch lustig zu sein, bemerkte Munger trocken. Und dennoch seien die Investmentbanker von Salomon aggressiv darauf aus gewesen, Geschäfte mit Maxwell zu machen.

Es sei eines ihrer Hobbys, ein Auge auf die Maxwells dieser Welt zu haben, sagte Buffett. Er betonte, dass die Wall Street nichts ausfiltere – dafür

liebe die Wall Street ihre Gebühren aus dem Investmentbanking zu sehr. So hätten Salomon Brothers den Börsengang von First Normandy begleitet, obwohl er und Munger im Board saßen und ihnen sagten, dass die Unterlagen von First Normandy kompletter Nonsense seien. Einen Tag nach dem öffentlichen Angebot wurde der Börsengang abgesagt. Salomons einzige Erklärung für diesen peinlichen Vorgang bestand darin zu sagen, dass das Underwriting Committee zugestimmt habe.

Er habe nichts davon gehört, dass es im Anschluss zu personellen Veränderungen im Underwriting Committee gekommen sei, sagte Munger.

## EBITDA – noch mehr Betrug

Munger erklärte, der Anteil der Betrüger sei hoch in der Gruppe derjenigen, die von „EBITDA“ sprechen.<sup>3</sup>

Extrem erfolgreiche Unternehmen wie Walmart, General Electric und Microsoft würden kein Wort zum Thema EBITDA verschwenden, sagte Buffett. Wer das tue, betrüge wahrscheinlich seine Zuhörer, sich selbst oder beide.

Als Negativbeispiel nannte Buffett Telekomunternehmen, die über Cashflow sprächen, aber jeden Cent, den sie in die Hände bekämen, gleich wieder ausgaben. Es gebe keinen Cashflow, wenn alles davonfließe.

Weiter erklärte Professor Buffett, dass das D beim EBITDA (*depreciation*, Abschreibungen) nicht nur für reale Kosten stehe, sondern für die schlimmste Art von Kosten. Wertminderungen würden bedeuten, dass man zunächst Geld ausgegeben habe und dass später Abschreibungen vorgenommen werden müssen. Berkshire habe es viel lieber mit Unternehmungen zu tun, bei denen man erst das Geld bekomme (wie etwa bei Versicherungen).

Ähnlich das T (*taxes*, also Steuern) – auch hier handele es sich um reale Kosten. Wer so tue, als sei dem nicht so, der leide an Wahnvorstellungen.

Für ihn sei es erstaunlich, wie weit sich die Nutzung von EBITDA mittlerweile ausgebreitet habe, schloss Buffett.

## Derivate – Abwasser

Berkshire schließt das Derivate-Geschäft bei General Re.

Derivate seien wie die Hölle, sagte Buffett: „Man kommt leicht hinein, aber nur schwer wieder hinaus.“ Die Abwicklung von Enrons Derivatverträgen habe gezeigt, dass sie alles Geld verlieren würden.

Sollten Derivate noch an anderer Stelle in die Brüche gehen, könnte sich dieser Einwurf Mungers noch als echte Perle der Weisheit erweisen: „Wer sagt, die Bilanzierung von Derivaten in Amerika sei eine Kloake, der beleidigt das Abwasser.“

## Aktienoptionen

Buffett und Munger machten beide kein Hehl daraus, wie angewidert sie davon sind, dass sich der Missbrauch von Aktienoptionen in Amerikas Wirtschaft dermaßen breitgemacht hat.

Mungers rhetorische Frage: „Drückt man 60-jährigen Chirurgen an der Mayo Clinic einen Stapel Aktienoptionen in die Hand, verhalten sie sich dann besser?“

Dass amerikanische Betriebe mit großer Selbstverständlichkeit Hunderte Millionen Dollar an CEOs ausschütten, sei „verrückt und amoralisch“, so Munger.

An und für sich seien Optionen keine schlechte Sache, sagte Buffett. Optionen, die Kapitalkosten berücksichtigen und nur zum Substanzwert des Unternehmens oder einem darüberliegenden Wert ausgegeben würden, seien eine einleuchtende Sache. Das sei jedoch aktuell nicht der Fall.

Buffett kritisierte, dass sich die CEOs, getrieben von Schamlosigkeit und Eigeninteressen, dagegen starkmachten, dass Optionen als finanzielle Aufwendungen behandelt werden.

„Das ist wie die Teeparty des verrückten Hutmakers und das einzige Beständige an der Sache ist, dass die ganze Angelegenheit ekelhaft ist“, fasste Munger zusammen.

## Kreative Buchführung

Eine der besten Erfindungen aller Zeiten habe ein italienischer Mönch getätigt, nämlich die doppelte Buchführung, sagte Munger. Ein Rechnungswesen, das die Arbeit des Mönchs zunichtemache, führe nur zu Torheiten und Betrügereien und schade der Gesellschaft.

Enron sei eines der abstoßendsten Beispiele dafür, was in der Wirtschaftskultur alles schief laufe. Allerdings könne der Fall auch sein Gutes haben, wenn dadurch nämlich andere aufhorchten.

„Kreative Buchhaltung ist ein Fluch der Zivilisation“, schloss Munger.

## Indexfonds und KGV

Wenn jemand der Ansicht sei, dass es den US-Unternehmen auf längere Sicht gut ergehen werde, sei es ein vernünftiger Ansatz, den Durchschnittskosteneffekt auf einen breit gestreuten Index anzuwenden, so Buffett.

Auf die Frage, ob ein KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis) von 25 zu hoch sei, erklärte Buffett nachdrücklich, dass kein einziges Verhältnis wirklich funktioniere. So simpel könne es einfach nicht sein.

Munger sprach eine Warnung aus: Die Preise könnten so stark ansteigen, dass die Indexfonds nicht gut abschneiden würden. In Japan beispielsweise

seien die Renditen des Nikkei-Index für die vergangenen 13 Jahre negativ. Darüber hinaus mache Japan gemäß der keynesianischen Schule alles richtig, senke die Zinsen und stelle enorme fiskalische Anreize zur Verfügung, doch würden die Maßnahmen nichts bewirken. Die Modelle der Vergangenheit hätten dies nicht vorhergesagt.

Amerikaner, die davon ausgehen, dass das, was Argentinien und Japan zugestoßen sei, nicht auch ihnen zustoßen werde, seien verrückt.<sup>4</sup>

## Fruit of the Loom

Man sieht sich immer zweimal im Leben: Buffett hat sich zum zweiten Mal am Kauf von Fruit of the Loom beteiligt.

Er dankte Mickey Newman, seinem Freund und ehemaligen Arbeitgeber bei Graham-Newman, dass dieser Berkshire geholfen habe, den Kauf von Fruit of the Loom abzuschließen und das Unternehmen aus der Insolvenz zu holen. Eine zu hohe Verschuldung und ein schlechtes Management hätten Fruit of the Loom den Garaus bereitet, erklärte Buffett.

Berkshire hatte sein Angebot für Fruit of the Loom an die Bedingung geknüpft, dass der ehemalige CEO John Holland zurückkehrt und erneut die Unternehmensführung übernimmt. Holland stimmte zu und so kam es zum Abschluss. Für Buffett sind Holland und die Marke die wichtigsten Aktiva von Fruit of the Loom.

Es war nicht das erste Mal, dass Buffett an der Übernahme von Fruit of the Loom beteiligt war. Wie er sich erinnerte, hatte Philadelphia & Reading Coal & Iron (P&R), ein von Graham-Newman kontrolliertes Unternehmen, Jack Goldfarb für 15 Millionen Dollar Union Underwear abgekauft.

Union Underwear wiederum kaufte im Anschluss die Rechte am Namen „Fruit of the Loom“ und verschmolz zusammen mit P&R zu Northwest Industries. Fruit of the Loom sollte später jährliche Vorsteuergewinne in Höhe von 200 Millionen Dollar erwirtschaften.<sup>5</sup>

## Einfach Nein sagen

Buffett sagte, um im Versicherungsgeschäft erfolgreich zu sein, müsse man nachvollziehbare Risiken zu vernünftigen Bewertungen und ohne übertriebene Risikoanhäufung eingehen. Entscheidend sei es, Nein sagen zu können.

Jack Ringwalt, der 1941 National Indemnity gründete, sei kein Versicherungsmensch gewesen, so Buffett. Aber weil er einen guten Menschenverstand alter Schule besessen habe, habe er es den Jungs in Hartford so richtig gezeigt.

Er wolle, dass Berkshires Versicherungsgeschäft mithilfe eines diszipliniert arbeitenden Mitarbeiterstamms in so vielen Industriezweigen wie möglich, aktiv sei, sagte Buffett.

Im Versicherungsgeschäft und im Investmentgeschäft könne es einem sehr gut gehen, warf Munger ein, wenn man sehr breit aufgestellt sei und es gleichzeitig mit einem starken Ratenrückgang zu tun habe.

## Das Warten auf den großen Wurf

Wenn es darum geht zu beschreiben, nach welcher Methode Berkshire seine Mittel verteilt, arbeitet Buffett regelmäßig mit Analogien aus dem Baseball und erklärt beispielsweise, dass er auf den *großen Wurf* warte.

In einem faszinierenden Schwenk weg vom Thema erläuterte er, dass nur wenige Unternehmen diesen Weg gehen würden. Insofern würden amerikanische Unternehmen insgesamt bescheiden abschneiden, was die Kapitalzuteilung anbelange.

Er erinnerte daran, dass GEICO, dessen Geschäfte großartig laufen, sich in den vergangenen 30 Jahren dreimal genötigt sah, Zukäufe zu tätigen. Alle drei Übernahmen erwiesen sich als Blindgänger.

Gillette, mit 71 Prozent Anteil Weltmarktführer bei Rasierprodukten, musste Aktien ausgeben, um Duracell kaufen zu können. Auf diese Weise wurden Aktien eines großartigen Unternehmens gegen den Besitz eines schwächeren Unternehmens eingetauscht.

Ihm sei eine Firma untergekommen, die innerhalb von fünf Jahren zehn Abschlüsse getätigt habe, erklärte Buffett. Stand 2001 war von diesen zehn Abschlüssen kein einziger ein Erfolg gewesen.

Nicht nur das: Seiner Schätzung nach belief sich der kombinierte Gewinn der Zukäufe auf *ein Viertel* dessen, was prognostiziert worden war.

Viele Konzerne, so Munger, würden über große M&A-Abteilungen verfügen (*merger and acquisitions*, Fusionen und Übernahmen), die immens viel Zeit darauf verwenden würden, immens viele Due-Diligence-Prüfungen vorzunehmen. Und trotzdem würden sich mindestens zwei Drittel der Übernahmen als Fehlschläge erweisen.

Berkshire dagegen habe sehr viele Abschlüsse getätigt, ohne viel Zeit darauf zu verwenden, so Munger. Sie würden auf das Geschäft warten, bei dem man nicht lange nachdenken müsse – eben den *großen Wurf*.

## Freunde und Partner

Buffett und Munger haben sich 1959 kennengelernt und seitdem sind sie auch Freunde. Buffett sagte, es sei hilfreich, eine Liste der Charaktereigenschaften zu erstellen, die man bei einem Freund für wünschenswert halte, und dann danach zu streben, *sich selbst* diese Qualitäten anzueignen.

Es sei eine Entscheidungsfrage und nichts Genetisches, betonte er. Jeder könne einen guten Charakter entwickeln und sich qualitativ hochwertige lebenslange Gewohnheiten beibringen.

Munger warf ein, dass sie sehr erfolgreiche Geschäftsleute kennen würden, die nicht einen einzigen wahren Freund hätten ... und das völlig zu Recht. „Das ist doch keine Art, sein Leben zu leben“, schloss er.

## Schlüssel zum Investieren

Erfolgreich zu investieren, sei nicht kompliziert, behauptete Buffett. Der Knackpunkt beim Investieren bestehe darin, nicht zu vergessen, dass eine Aktie einen zum Anteilseigner eines Geschäfts mache. Dieser Grundsatz lege das Fundament für ein rationales Investieren.

1949 habe er als Student an der Universität von Nebraska *Die Geheimnisse der Wertpapieranalyse* von Ben Graham gelesen und seitdem sei ihm nichts Besseres mehr untergekommen, sagte Buffett.

Temperament sei ein sehr wichtiger Faktor, fügte er hinzu – speziell die Bereitschaft, sich von der Masse abzuwenden. Er empfahl, realistisch zu sein, wenn man den eigenen Kompetenzbereich definiere, und diszipliniert daran zu arbeiten, diese Grenzen nicht zu überschreiten. Es helfe, sich von der öffentlichen Meinung abzukapseln. Es sei viel besser, sich hinzusetzen und selbst über etwas nachzudenken.<sup>6</sup>

## Der Umgang mit der Realität: Die Frage nach dem Warum

Es sei hilfreich, ein starkes Interesse dafür zu haben, warum manche Dinge passieren, sagte Munger. Wenn man sich diese Geisteshaltung langfristig bewahre, werde man mit der Realität besser zurechtkommen. Wer sich nicht nach dem Warum frage, sei zum Scheitern verurteilt, und das gelte auch für Menschen mit sehr hohem Intelligenzquotienten.

Viele Menschen mit sehr hohem IQ würden finanziell scheitern, merkte Buffett an.

- 1 Würde man diesen Betrag einfach nur in US-Staatsanleihen mit zehn Jahren Laufzeit investieren, würde der Float jährlich vor Steuern 1,9 Milliarden Dollar Gewinn generieren.
- 2 Dennoch kommt es in diesem Bereich immer wieder zu Fehlern. Twentieth Century Industries wäre 1994 fast daran zugrunde gegangen, dass man zahlreiche Hausbesitzer in der Region versicherte, in der es zum Northridge-Erdbeben kam.
- 3 *Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization* = „Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen“ oder auch „operativer Gewinn“.
- 4 Erneut ließ Berkshire seinen Worten Taten folgen: Berkshire ist aktuell so wenig in amerikanische Aktien investiert wie seit den frühen 1970er-Jahren nicht mehr.
- 5 Dazu passt auch, dass Buffett seine Dissertation am College über GEICO schrieb. Damals war noch nicht abzusehen, dass Berkshire Mitte der 1970er-Jahre in großem Stil bei GEICO einsteigen und das Unternehmen 1996 schließlich komplett



übernehmen würde. Und zu Coca-Cola gibt es die Geschichte, dass Buffett als kleiner Junge die Kronkorken in den Soda-Automaten zählte, um sich ein Bild davon zu machen, welche Marken sich am besten verkauften. 50 Jahre später erwarb er 200 Millionen Aktien des Unternehmens.

- 6 Wie es Sir John Templeton tat, indem er auf die Bahamas zog, und wie es Buffett tat, indem er in Omaha blieb.



# 2003

**VERANSTALTUNGSORT** Omaha Civic Auditorium

**TEILNEHMERZAHL** 19.000

**EINZELHEITEN ZU DIESEM JAHR**

- In der Lobby trat der zweimalige amerikanische Schachmeister Patrick Wolff gegen alle Herausforderer an – mit verbundenen Augen. Auch Champions in Bridge, Backgammon und Scrabble standen für Wettkämpfe mit Aktionären zur Verfügung.

**RANG IM FORTUNE 500** 28

**AKTIENKURS** 72.865 Dollar

Heutiger Wert eines 1964 investierten Dollar: **5.890 Dollar** Berkshires Buchwert pro Aktie ist von 19,46 Dollar auf **50.498 Dollar** (ein Zuwachs von durchschnittlich **22,2 Prozent** pro Jahr) gestiegen. Der S&P 500 legte im selben Zeitraum um durchschnittlich **10 Prozent** pro Jahr zu.

# HÖHEPUNKTE AUS DEN NOTIZEN FÜR 2003

---

## Tolles erstes Quartal

Zu Beginn seiner Rede ließ Buffett noch einmal die Ergebnisse aus dem ersten Quartal Revue passieren – dem besten Quartal in der Geschichte Berkshires.

Berkshire verdiente 1,7 Milliarden Dollar und generierte 1,3 Milliarden Dollar Float, insgesamt belief sich die Cash-Generierung also auf 3 Milliarden Dollar (oder 33 Millionen Dollar pro Tag).

Die Zahlen der nicht im Versicherungsbereich tätigen Tochterfirmen waren, im Einklang mit der konjunkturellen Abschwächung, flau, die Versicherungssparten liefen hingegen auf Hochtouren.

Nach Buffetts Schätzungen wuchs der Float um 13 Prozent auf 42,5 Milliarden Dollar, allerdings bezweifelte er, dass nun noch großes Wachstum möglich sei.

Insgesamt beläuft sich der Float auf dem amerikanischen Immobilien- und Versicherungsmarkt auf rund 500 Milliarden Dollar, was bedeutet, dass rund acht Prozent davon auf Berkshire entfallen. Wichtiger ist, dass Berkshire Versicherungsgewinne meldet. Das bedeutet, der Float entsteht, ohne dass dabei Kosten anfallen.

Dieser kostenlose Float habe den Nutzen von Eigenkapital, ohne dass es dabei zu Verwässerungen durch die Ausgabe weiterer Anteile komme, sagte Buffett.

Die Anfänge im Jahr 1967 waren bescheiden, National Indemnity generierte gerade einmal 12 Millionen Dollar. Der Float hat spektakulär zugenommen und damit wesentlich zum Wachstum von Berkshires Nettowert beigetragen. Den Effekt verglich Buffett mit einem großen Schneeball, der einen Hügel hinab rollt: Berkshires Schneeball habe eine ordentliche Größe, ziehe eine Menge zusätzlichen Schnee an und es seien vermutlich noch ordentlich Berg und Schnee übrig.

## Übernahmen

Berkshire kann man als Ansammlung großartiger Unternehmen betrachten. Buffetts Lieblingsbeschäftigung ist es, diese Sammlung auszubauen. Er

sprach über Berkshires jüngsten Zukauf.

So hat Berkshire 1,7 Milliarden Dollar für Clayton Homes geboten, den landesweit am besten geführten Hersteller von Fertighäusern. Die Probleme in der Branche würden es erschweren, von besorgten Geldgebern Finanzmittel zu bekommen.<sup>1</sup>

Durch den Verkauf an Berkshire gewinnt Clayton Zugang zu Kapital und kommt in den Genuss von Berkshires AAA-Rating. Buffett lobte die Management-Leistungen der Eignerfamilie Clayton in den höchsten Tönen und erklärte, Berkshire werde Claytons Hypotheken übernehmen.<sup>2</sup>

Weiter sprach Buffett über den 1,5 Milliarden Dollar schweren Zukauf der Walmart-Tochter McLane. Das Unternehmen beliefert Convenience Stores, Schnellrestaurants und andere Einzelhändler.<sup>3</sup>

Für Kunden, die es ablehnen, Geschäfte mit Walmart zu machen, ist McLane damit eine leichter zu akzeptierende Bezugsquelle.

## NetJets

Im schwachen Konjunkturfeld sind die Wiederverkaufspreise für gebrauchte Jets in den Keller gerauscht.

Für NetJets bedeutet das kurzfristig Verluste, aber Buffett wies darauf hin, dass NetJets 75 Prozent Marktanteil erreicht beziehungsweise dreimal so viel wie die nächsten drei Konkurrenten zusammen. Hinzu kommt, dass diese drei schärfsten Wettbewerber allesamt mit Verlust arbeiten.

Buffett prognostizierte, dass es in der Branche zu einem Gesundshrumpfen kommen werde, beteuerte gegenüber den Aktionären allerdings, dass NetJets nicht zu denen gehören werde, die gesundgeschrumpft werden.

Auf lange Sicht werde es ein großes und globales Geschäftsfeld geben, Flugzeuganteile zu besitzen. Die Zahl der Menschen, die auf diese Weise fliegen, könne sich verzehnfachen.

## Bilanzwesen

Auf die Frage, ob er irgendwelche Bücher zum Thema Bilanzwesen empfehlen könne, riet Buffett allen in der Wirtschaft Tätigen, sich so viel wie möglich mit Bilanzen zu befassen.

„Lesen Sie viele Jahresberichte.“

„Lernen Sie das Bilanzwesen, indem Sie gute Wirtschaftsartikel zu dem Thema lesen, speziell solche zu Bilanzskandalen.“

„Versuchen Sie zu verstehen, wie die Zahlen zusammengestellt werden.“

Begreife man die Zahlen dann trotzdem nicht, liege das möglicherweise daran, dass die Geschäftsführung gar nicht möchte, dass jemand sie versteht. Arbeitet das Management mit Verschleierungstaktiken, hat das immer einen Grund.

Munger lobte Buffett dafür, wie gut er sich im Bilanzwesen auskennt, und sagte: „Sie könnten ihn genauso gut fragen, ob er irgendwelche guten Bücher zum Thema Atmen kennt.“ Munger sagte, es dauere Jahre, das Verständnis des Bilanzwesens mit den Realitäten des Lebens in Einklang zu bringen.

## Bilanzierung von Optionsscheinen

1993 wurden die Regeln für die Bilanzierung von Optionen geändert und seitdem üben Buffett und Munger scharfe Kritik an den neuen Bestimmungen.<sup>4</sup>

Zunächst erklärte Buffett, dass jede Option über einen Wert verfüge und dass es albern sei, etwas anderes zu glauben. Es könne funktionieren, Optionsscheine als Teil der Vergütung auszuschütten, allerdings nur wenn 1.) damit Kapitalkosten verknüpft seien und 2.) die Ausgabe direkt an die Leistung gekoppelt sei.

Leider würde jedoch bei nahezu jeder Ausgabe von Optionen gegen beide Regeln verstoßen. Optionsscheine würden eher als Lotterielose oder Tantiemen für verstrichene Zeit fungieren.

Während der 1990er-Jahre dienten sie dazu, im großen Stil Vermögen von den Aktionären auf die Belegschaft umzuleiten. Die Unternehmensleitungen gaben Optionen aus, als handele es sich um Süßigkeiten. Die Berater bewarben die Ausgabe von Optionen, als handele es sich um Spielgeld. CEOs, denen es darum ging, die Gewinne aufzuhübschen, hatten überhaupt keine Probleme damit, Optionen auszugeben, denn diese wurden nicht als Ausgaben verbucht. Und die Belegschaft freute sich über kostenlose Lotterietickets.

Im gesamten System handelte niemand mit Blick auf den Schutz der Aktionäre. Dem System mangelte es an einer „Parität der Bedenken“, wie Buffett es formulierte.

## Noch mehr Bilanzwesen

Buffett und Munger liefen sich mittlerweile bei diesem Thema warm. Buffett wettete gegen alle möglichen Arten von Kosten, die in den Fußnoten versteckt würden. „Warum nicht gleich alles in die Fußnoten stecken, dann hätte man nur noch zwei Zeilen zu berichten: Umsatz und Gewinn!“

Buffett warnte die Anleger, dass eine Geschäftsführung, die sich dagegen sperre, Optionen als Kosten zu verbuchen, oder die versponnene Annahmen zum Thema Pensionen in die Welt setze, möglicherweise auch bei anderen Themen den einfachen Weg wählen werde. Er warnte: „Es gibt in der Küche selten nur eine einzige Kakerlake.“

Er schimpfte darüber, beim Arbeiten mit EBITDA (*Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization* = „Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen“ oder auch „operativer Gewinn“) so zu tun, als sei eine

Teilabschreibung („depreciation“) kein Kostenfaktor. Nicht nur handele es sich um eine Ausgabe, es handele sich sogar um die schlimmste aller Ausgaben, weil man das Geld im Voraus ausbebe, so Buffett.

Munger sorgte für lautstarkes Gelächter mit seiner Empfehlung: „Wenn Sie in irgendeinem Analystenbericht ‚EBITDA‘ lesen, denken Sie sich an dieser Stelle einfach den Begriff ‚Bullshit-Gewinne‘.“

## Inflation

Inflation ist der Feind des Anlegers, sagte Buffett.

Hätten wir ein reales BIP-Wachstum von drei Prozent und dazu zwei Prozent Inflation, würde dies einem nominellen BIP-Wachstum von fünf Prozent entsprechen. Bei ein, zwei Prozent Dividende (abzüglich der Friktionskosten) erscheine es als vernünftige Erwartung für Wertpapieranleger, von sechs bis sieben Prozent Rendite auszugehen. In einer Welt mit geringer Inflation wäre das nicht schlecht.

In einer Nation mit 100 Millionen Arbeitern und einem BIP von 10.000 Milliarden Dollar sei es ein absolut akzeptables Ergebnis, wenn Aktionäre sechs bis sieben Prozent Rendite erhielten, so Buffett.

## Qualitäts-BIP

Ein interessanter Einwurf von Buffett, den wir so noch nicht gehört hatten: Er wies darauf hin, dass das Bruttoinlandsprodukt zumeist als Bruttoergebnis präsentiert wird. Dabei sei doch das Pro-Kopf-BIP weitaus bedeutsamer, sagte Buffett.

Die „Qualität des BIP“ werde ein zusätzlicher Faktor sein, bei dem es lohnenswert sei, ihn im Blick zu behalten. Ein BIP, das zu einem besseren Lebensstandard führe, sei das eine. Etwas anderes sei es dagegen, wenn das BIP steige, weil mehr Sicherheitskräfte eingestellt werden – dann sei die Qualität des BIP geringer als im vorangegangenen Beispiel.

## Ungleichgewicht hilft

100 Prozent aller großen Zivilisationen seien gescheitert, sagt Munger gerne.

Ein Schlüssel für eine erfolgreiche Gesellschaft sei die Einschätzung, wie es um die Gerechtigkeit bestellt ist, so Munger. Veränderungen, die an der Spitze von Amerikas reichsten Familien stattfinden, würden diese Wahrnehmung stützen. Sofern über Jahrzehnte hinweg immer ein und dieselben Familien über den größten Reichtum verfügen, könne das den Groll befeuern. Das jedoch sei in den USA selten der Fall: So wären beispielsweise an die Stelle der DuPont-Erben die Manager von The Pampered Chef getreten.<sup>5</sup>

Und deshalb würden die Menschen das System als fair erachten.

# Steuern

Dasselbe gelte für Steuern. Buffett sprach sich gegen Bushs Plan aus, die Doppelbesteuerung von Dividenden zu streichen.

Sollte das Vorhaben umgesetzt werden, könnte sich Buffett Hunderte Millionen Dollar als Dividenden zuschustern und seinen Steuersatz unter dem Strich auf unter ein Prozent drücken, während seine Sekretärin weiterhin 30 Prozent Steuern zahlen müsse. Derartige Unterschiede würden nur dazu beitragen, den Groll zu verstärken.<sup>6</sup>

## Versicherungsrisiken

Buffett und Munger sagten, dass man bei Versicherungen für ein Stück Papier viel Geld erhalte und dass einen dies dazu verleiten könne, ausgesprochen dumme Dinge zu tun. Einige wenige schwere Fehler könnten ein im Verlauf vieler Jahre angehäuften Vermögen zunichtemachen.

Als Beispiel erzählte er, wie Mutual of Omaha damit begann, als Rückversicherer für Schaden- und Unfallversicherer aufzutreten und innerhalb einer sehr kurzen Zeit damit seinen Nettowert halbierte – nachdem das Unternehmen Jahrzehnte benötigt hatte, um auf dieses Niveau zu kommen.

Ein weiteres unglaubliches Beispiel: GEICO meldete von 1981 bis 1983 kümmerliche 72.000 Dollar Nettoprämie im Bereich kommerzielle Haftpflichtversicherung mit Ausfalldeckung und Produkthaftungsversicherung. Dieser kleine „Happen“ reichte für einen atemberaubenden Verlust in Höhe von 94 Millionen Dollar aus – was in etwa 130.000 Prozent der eingenommenen Nettoprämie entspricht. Der Großteil der Verluste war auf nicht einzutreibende Außenstände säumiger Rückversicherer zurückzuführen.

Wenn man im Versicherungswesen bereit sei, dumme Dinge zu tun, würden einen die dummen Dinge heimsuchen, sagte Buffett. Das sei einer der Gründe, weshalb diese Branche so gefährlich sei.

Um seine Aussage zu illustrieren, bemühte er folgendes Bild: Man befindet sich mitten auf dem Atlantik in einem Ruderboot und murmelt leise einen wirklich dämlichen Versicherungspreis vor sich hin. Sofort würden Versicherungsmakler von der Küste aufbrechen und auf einen zuschwimmen ... und man würde sie an ihren Rückenflossen erkennen.

## Zusammenhänge

Wenn Dinge schief liefen, so Buffett, würden sich Zusammenhänge auftun, auf die man nie im Leben gekommen wäre. So etwas sei tödlich, sagte er. Habe man diese Zusammenhänge nicht im Blick, lauere im Hintergrund eine unerkannte Risikokonzentration. Als im Telekommunikationssektor Schulden

nicht mehr bedient wurden, hätten die Menschen festgestellt, dass alles mit allem zusammenhing, sagte Buffett.<sup>7</sup>

Munger warnte, dass Derivate ähnlich gefährlich seien und dass die Art und Weise, wie sie bilanziert werden, das Problem verschlimmere.<sup>8</sup>

## Lebenslanges Lernen

Munger sagte, eine der erstaunlichsten Eigenschaften seines Freunds Warren bestehe darin, dass dieser mit zunehmendem Alter immer besser werde und immer weiter lerne.

Er erinnerte sich an die Übernahmegespräche bei See's Candy und dass er und Warren aufgestanden und gegangen wären, hätten die Verkäufer noch 100.000 Dollar mehr gefordert. Ira Marshall sagte ihnen, sie wären verrückt gewesen, hätten sie das getan. Sie sollten doch bereit sein, für Qualität mehr zu bezahlen.

Marshall hatte recht: 23 Millionen Dollar betrug 1971 der Kaufpreis für See's. Seitdem hat das Unternehmen Berkshire mehr als eine Milliarden Dollar an Vorsteuergewinnen eingebracht. Es wäre doch schade gewesen, wegen eines Streits um lächerliche 100.000 Dollar auf all das zu verzichten.

Dass sie bereit seien, auf konstruktive Kritik einzugehen, sei ein wichtiger Faktor für Berkshires Erfolg gewesen, sagte Munger: „Berkshire wurde auf Kritik errichtet.“

Buffett warf ein, dass Ben Grahams quantitativer Ansatz leicht zu vermitteln sei. Munger wiederum betonte den qualitativen Ansatz. Die Erfahrung hat sie gelehrt, dass sie mehr Geld mit einem großartigen Business zu einem fairen Preis verdienen als mit einem fairen Business zu einem großartigen Preis. Die Erkenntnis hinsichtlich der Qualität sei viel schwerer gefallen, habe sich aber als viel wertvoller erwiesen.

Was das Lernen in Sachen Investitionen angeht, empfahl Buffett, sich eine Datenbank aufzubauen, in der man das im Laufe des Lebens gesammelte Wissen zusammentragen könne.

Beide nannten das *Wall Street Journal* und *Fortune* als bevorzugte Quellen sowie auf die üblichen Pflichtmitteilungen der Unternehmen.

Analystenberichte lese er niemals, sagte Buffett: „Sollte ich doch mal einen lesen, dann nur, weil gerade keine Comics zur Hand waren“, witzelte er.

## Kosten entgangener Gewinne

Buffett und Munger waren sich einig: Ihre größten Fehler waren nicht Dinge, die sie getan hatten, sondern eher Dinge, die sie *nicht* getan hatten.

Trotz der Lektionen von See's Candy neige er dazu, Aktien großartiger Unternehmen nicht mehr zu kaufen, wenn der Preis steige, räumte Buffett ein. Er habe einmal aufgehört, Walmart-Aktien zu kaufen, und sein Starrsinn



habe die Aktionäre um 8 Milliarden Dollar gebracht.<sup>9</sup>

Munger behauptete, er und Warren hätten nur langsam gelernt. In Bezug auf das von der Berkshire-Führung verpulverte Geld seien die Kosten entgangener Gewinne „schwindelerregend“, so Munger. Warren stimmte zu.

Nachdem er sich bereits Berater, Buchhalter, Politiker und Analysten zur Brust genommen hatte, ging Munger nun noch auf CEOs und deren M&A-Abteilungen<sup>10</sup> los.

Intelligente Menschen würden ihre Entscheidungen von den Kosten entgangener Gewinne abhängig machen, beteuerte Munger. Die zur Verfügung stehenden alternativen Renditen sollten eine Rolle dabei spielen, ob man eine bestimmte Investition vornehmen wolle oder ob man es bleiben lasse. Das sei Grundkurs Wirtschaftslehre.

Tatsächlich jedoch drehe die Welt völlig durch und arbeite mit wilden, ausgeklügelten Modellen für die Berechnung von Kapitalkosten und mit anderen Formeln, die zur Entscheidungsfindung beitragen sollen, so Munger. Das Resultat? „Völlig atemberaubende geistige Fehlfunktionen.“

Buffett witzelte: „Haben wir irgendwen vergessen und noch nicht beleidigt?“

## Der große Wurf

Der Markt „ist da, um Ihnen zu dienen, nicht dazu, Ihnen etwas beizubringen“, sagte Buffett.

Munger riet, sich anzugewöhnen, Wertpapiere zu besitzen, ohne sich deswegen Sorgen zu machen. Konzentriere man sich auf den Preis, sage man im Grunde: „Der Markt weiß mehr als ich.“ Denkt man statt des Preises an den Wert des Unternehmens, schlafe man ruhiger. Sollten die Börsen die nächsten fünf Jahre geschlossen sein, würde Acme Brick noch immer Ziegel produzieren und Dairy Queen würde noch immer Eiscreme verkaufen.

Zu investieren sei mehr wie ein Wettpool, sagten sie: Solange man keine schweren Verluste einfahre, müsse man nur einige wenige Male richtigliegen. Tatsächlich jedoch würden die meisten Finanzinstitutionen das genaue Gegenteil tun und große Research-Abteilungen betreiben, die alle 500 Unternehmen im S&P 500 im Auge behalten.

Er hingegen benötige nur ein, zwei gute Ideen pro Jahr, sagte Buffett. Was das angeht, versucht Buffett die Baseball-Legende Ted Williams nachzuahmen. Williams wusste, dass sein Erfolg darin bestand, auf den einen großen spielentscheidenden Schlag warten zu können – den *großen Wurf*.

## Im Energiesektor tun sich große Möglichkeiten auf

MidAmerican Energy sei für Berkshire bereits ein großes Unternehmen, könne aber noch deutlich größer werden, so Buffett. Das gelte vor allem dann, wenn veraltete Gesetze geändert würden. Im Energiesektor gäbe es

milliardenschwere Möglichkeiten: „Wir haben es hier nicht mit kleinen Krautern zu tun.“

Zudem verfüge das Unternehmen mit David Sokol und Craig Abel über fantastische Manager, so Buffett. Berkshire sei ein Gewinn für das Feld der Versorger und habe das 2002 unter Beweis gestellt, als man Pipelines von Firmen erwarb, die ansonsten bankrottgegangen wären.

## Warnung vor Derivaten

Seit Jahren schon warnen Buffett und Munger vor den Gefahren von Derivaten. Weil er besorgt war, dass niemand auf seine Warnung reagieren würde, erlaubte es Buffett dem *Fortune-Magazin*, seine Äußerungen aus dem jährlichen Aktionärsbrief abzdrukken. Dort bezeichnete er Derivate als „finanzielle Massenvernichtungswaffen“.

Im Energiesektor sei fast jeder Versorgerbetrieb, der sich an der von Enron propagierten Form des Derivatehandels beteiligte, vor die Hunde gegangen. Und 1998 hätte Long-Term Capital Management um ein Haar das komplette Finanzsystem lahmgelegt. Der Grund? Probleme, die durch den Einsatz von Derivaten vervielfacht wurden.

Im Ingenieurbereich spiele Sicherheit eine enorme Rolle, aber bei Derivaten habe man fast den Eindruck, dass jedem das Thema Sicherheit völlig egal sei, grummelte Munger.

Hinzukomme, dass bei einem typischen Derivatgeschäft beide Seiten sofort einen Gewinn verbuchen würden – diese Form falscher Bilanzierung habe dazu geführt, dass das Geschäftsfeld künstlich aufgebläht wird.

Auch wenn Marktteilnehmer behaupten, dass Derivate dazu beitragen, Risiken breiter zu streuen, glaube er, dass in Wahrheit die Risiken dadurch verschärft werden, weil der Großteil der Geschäfte in den Händen einer kleinen Gruppe von Akteuren liegt, sagte Buffett.<sup>11</sup> Er warnte, dass trotz früherer Katastrophen dem Risiko der Gegenpartei im System bislang nur wenig Aufmerksamkeit geschenkt wurde.

Munger erklärte, es würde ihn wundern, wenn er in fünf Jahren noch lebe und es bis dahin nicht zu einem größeren Knall gekommen sei.

## Die beste Geschichte

Etwas ganz Besonderes sind immer Geschichten aus früheren Tagen. Dieses Jahr erzählte Buffett die Geschichte, wie Berkshire 1967 Jack Ringwalt National Indemnity abkaufte.

Ihm sei aufgefallen, dass Ringwalt einmal im Jahr seine komische Viertelstunde habe, so Buffett. Dann habe er einen Anfall bekommen und gedroht, das Unternehmen zu verkaufen.

Er habe daraufhin ihren gemeinsamen Freund Charlie Heider alarmiert. Dieser sollte ihn das nächste Mal anrufen, wenn es bei Ringwalt wieder

einmal so weit sei, damit er, Buffett, dann das Unternehmen kaufen könne. Und tatsächlich rief Heider kurz darauf an und sagte: „Jack ist so weit.“

Buffett schloss das Geschäft innerhalb des 15-Minuten-Zeitrahmens ab, obwohl ihm klar war, dass Ringwalt den Verkauf bedauerte. Ringwalt wollte einen Rückzieher machen und fragte Buffett: „Ich schätze, Sie wollen die geprüften Bilanzen sehen?“

Ihm war klar, dass Ringwalt nach einem Vorwand suchte, aus dem Geschäft auszusteigen, also erwiderte Buffett: „Ich würde nicht einmal im Traum daran denken, die geprüften Bilanzen einzufordern.“ Und so ging National Indemnity für 7 Millionen Dollar an Berkshire.

Buffett erzählte, Ringwalt sei zehn Minuten zu spät zu dem Treffen gekommen – er habe nach einer Parkuhr gesucht, auf der noch etwas Zeit war. „Da wusste ich: Der Kerl ist der Richtige“, scherzte Buffett.

## Eineiige Zwillinge

Buffett stellte eine Denkaufgabe: Angenommen, Sie befinden sich mit Ihrem eineiigen Zwilling im Leib Ihrer Mutter. Sie sind in jeder Hinsicht völlig identisch. Da erscheint ein Flaschengeist und macht Ihnen ein Angebot: „Ihr werdet innerhalb der nächsten 24 Stunden geboren. Einer von euch kommt in Omaha zur Welt, der andere in Bangladesch. Wer wo landet, entscheidet ihr. Ihr beginnt den Bieterprozess mit der Aussage, wie viel von eurem Erbe an die Gesellschaft zurückfallen soll.“

Buffett sagte, er würde in solch einem Fall 100 Prozent seines Vermögens anbieten, da er, wäre er in Bangladesch zur Welt gekommen, möglicherweise schon längst an Unterernährung gestorben wäre.

Die Chancen, dass er in Amerika geboren wurde, standen 50 zu 1. Er sagte, er habe großes Glück gehabt, in den USA zur Welt zu kommen.

## Erfolgreich leben

Buffett sagte, erfolgreich sei man, wenn die Menschen, von denen man hofft, dass sie einen lieben, einen tatsächlich lieben. Geld zu verdienen, sei kein Ersatz für Freundschaft und Glück, darin waren sich Buffett und Munger einig.

Buffett sagte, er kenne Leute, nach denen Gebäude benannt wurden, die aber niemanden hätten, der sie liebe. Das sei keine Art zu leben.

Munger schloss mit einem Witz: Eine spärlich besuchte Beerdigung. Der Geistliche bittet die Anwesenden, ein paar freundliche Worte über den Verstorbenen beizusteuern. Peinliche Stille. Der Geistliche bittet: „Ist hier denn wirklich niemand, der etwas Nettes über den Verstorbenen sagen kann?“ Eine Stimme aus den hinteren Reihen: „Nun ja, sein Bruder war noch schlimmer.“

- 1 Die Probleme der Branche lassen sich vor allem auf den Bankrott von Conseco zurückführen, den größten Versicherer von Hypotheken für Fertighäuser. Berkadia, ein Gemeinschaftsunternehmen von Berkshire und Leucadia National, bot erfolglos für Conseco mit.
- 2 Aus unserer Sicht ist das ein wesentlicher Berkshire-Vorteil: Das AAA-Rating und die massiven Kapitalreserven werden dazu genutzt, die Finanzierungskosten niedrig zu halten und auch dann noch rentabel zu bleiben, wenn weniger gut kapitalisierte Unternehmen scheitern.
- 3 McLane erzielt 22 Milliarden Dollar Umsatz, wovon unseren Berechnungen nach 7 Milliarden Dollar von Walmart kommen.
- 4 Wir waren 1993 bei dem Aktionärstreffen von Berkshire dabei, verstanden damals allerdings nicht, warum sie dem Financial Accounting Standards Board (FASB) so kritisch gegenüberstanden. Das begriffen wir erst, als während der Blase mit Optionen um sich geworfen wurde, als handle sich um Kamellen.
- 5 Die Hauswirtschaftslehrerin Doris Christopher gründete 1980 in ihrem Keller den Direktvertrieb The Pampered Chef. Innerhalb von nur 22 Jahren verwandelte sie 50.000 Dollar Jahresumsatz in über 700 Millionen Dollar.
- 6 Buffett schrieb kürzlich einen Gastkommentar für die *Washington Post*, in dem er den Steuerplan von Präsident Bush kritisierte.
- 7 Seit die Blase im Telekommunikationssektor geplatzt ist, sind laut Jim Crowe, dem CEO von Level 3, insgesamt 180 Unternehmen bankrottgegangen.
- 8 Beim Treffen im Jahr davor hatte Munger erklärt, er würde die Bilanzierung von Derivaten eigentlich mit einer Kloake vergleichen wollen, aber das sei eine Beleidigung gegenüber dem Abwasser.
- 9 In den vergangenen Jahren erwähnte Buffett einen ähnlichen Fehler bei Fannie Mae. Es war das erste Mal, dass wir gehört haben, dass er so über Walmart sprach.
- 10 Anm. d. Übers.: „Mergers & Acquisitions“, also „Fusionen & Übernahmen“.
- 11 Derselbe Gedanke wurde in der Vergangenheit von Jean-Marie Eveillard geäußert, dem Manager des First Eagle Global Fund.



# 2004

**VERANSTALTUNGSORT** Qwest Center

**TEILNEHMERZAHL** Fast 20.000

**EINZELHEITEN ZU DIESEM JAHR**

- Im Qwest Center standen 18.000 Quadratmeter Ausstellungsfläche für Berkshire-Tochterfirmen zur Verfügung. Zur erweiterten Berkshire Mall gehört mittlerweile auch ein 1.500 Quadratmeter großes Fertighaus von Clayton Home.

**RANG IM FORTUNE 500** 80

**AKTIENKURS** 84.378 Dollar

Heutiger Wert eines 1964 investierten Dollar: **6.821 Dollar** Berkshires Buchwert pro Aktie ist von 19,46 Dollar auf **55.824 Dollar** (ein Zuwachs von durchschnittlich **21,9 Prozent** pro Jahr) gestiegen. Der S&P 500 legte im selben Zeitraum um durchschnittlich **10,4 Prozent** pro Jahr zu.

# HÖHEPUNKTE AUS DEN NOTIZEN FÜR 2004

---

## Inflationsschutz

Die vielleicht wichtigste Aussage des gesamten Treffens: Buffett bekräftigte, dass sich die Inflation in den USA aufheize. Das erklärt auch, warum Berkshire von Anleihen auf Barmittel umgeschichtet hat.

Erste Verteidigungslinie bei einer Inflationsstrategie sei eine Erhöhung der Ertragsstärke, sagte Buffett. Sei man beispielsweise der beste Chirurg oder der beste Klempner der Stadt, würde das Gehalt mit höherer Wahrscheinlichkeit an die Inflation gekoppelt sein.

Als zweite Strategie empfahl Buffett den Besitz von Firmen, die ihre Preise an die Inflation anpassen können und die zum Aufrechterhalten des Geschäftsbetriebs nur geringe Kapitalausgaben benötigen. Das gelte beispielsweise für See's Candy. See's sei ein Unternehmen, das seinen Wert unabhängig von aktuellen Entwicklungen halten könne, so Buffett.

Die schlimmsten Unternehmen, die man in einem inflationsstarken Umfeld besitzen könne, seien solche, die, um im Spiel zu bleiben, reichlich Kapital benötigen und dann noch nicht einmal richtige Renditen bieten.<sup>1</sup>

Inflation ist kein Freund des Anlegers. Munger erklärte, es sei praktisch unumgänglich, dass den meisten Menschen nach Inflation und Steuern nur noch geringe Renditen bleiben. Eine weitere Verteidigungslinie ist es Munger zufolge, „nicht jede Menge unsinniger Bedürfnisse im Leben zu haben“.

Buffett unterbrach: „Charlie, im Nebenraum verkaufen wir Konsumgüter! Zu Hause kannst du gerne so reden, aber doch nicht hier.“

Woraufhin Munger erwiderte: „Ich rede so ja auch zu Hause, aber es bringt nichts.“<sup>2</sup>

## Unabhängige Direktoren

Selbst Buffett wurde von der Kritik nicht ausgenommen, die über Direktoren wegen ihres vermeintlich laxen Verhaltens hereinbrach. Der kalifornische Pensionsfonds Calpers hinterfragte kürzlich, wie unabhängig Buffett als Board-Mitglied von Coca-Cola wirklich sei.

Buffett erwiderte, dass es für Nachdenken keinen Ersatz gebe. Es gebe keine magische Checkliste, anhand derer sich für alle Fälle zweifelsfrei

festlegen lasse, ob ein Mitglied im Board of Directors wirklich unabhängig ist.

Man könne sich aus der Schlange beim Arbeitsamt einen x-beliebigen Mann greifen, ihm 100.000 Dollar jährlich für seine Aufgabe als Direktor bezahlen und er würde den Ansprüchen genügen, die nun für „unabhängige“ Direktoren vorgeschlagen wurden. Dennoch würde der Mann, was sein Einkommen angeht, vollkommen von dieser Quelle abhängig sein!

Berkshire wiederum halte Coca-Cola-Aktien im Wert von ungefähr 10 Milliarden Dollar, aber Buffett würde nach der vorgeschlagenen Checkliste nicht als „unabhängig“ gelten. Doch wer, wenn nicht der größte Aktionär, hätte ein legitimes Interesse daran, dass das Unternehmen gute Entscheidungen trifft?!

Buffett schloss mit einem Zitat von Bertrand Russell: „Die meisten Menschen würden eher sterben als nachdenken. Und das tun viele.“

## Gute Vergütung

Manager könnten bei Berkshire gutes Geld verdienen, gestand Buffett ein, fügte aber hinzu, dass Bonuszahlungen immer an die Leistung gekoppelt seien. Um ein gutes Entschädigungsabkommen zu erreichen, müsse man die Schlüssel zum Business begreifen und das Ganze vereinfachen, riet er.

Es folgte ein erstaunlicher Exkurs: Buffett sagte, die Manager bei MidAmerican Energy (David Sokol und Greg Abel) seien außerordentlich gut, aber ratlos, welche Vergütungsvereinbarung angemessen wäre. Innerhalb von drei Minuten umriss er einen Vorschlag, zeigte ihn Walter Scott, sprach mit Sokol und Abel darüber, nahm einige kleinere Korrekturen vor und fertig war das Ganze.

Er verwies darauf, dass die schlichte Vereinbarung, die man 1972 mit dem See's-Manager Chuck Huggins getroffen habe, noch immer in Kraft sei. Auch der Vertrag, den Berkshire mit John Holland traf, damit dieser die Führung bei Fruit of the Loom antritt, ist nur wenige Absätze lang. Und bei GEICO basieren die Bonuszahlungen auf nur zwei relevanten Variablen.<sup>3</sup>

## Schlechte Vergütung

Im Gegensatz dazu seien die Managergehälter in Amerika während des vergangenen Jahrzehnts explodiert und hätten sämtliche Bodenhaftung verloren.

Dass die Dinge so außer Kontrolle gerieten, liegt Buffett zufolge an einer „ungleichen Intensität der Interessen“. Für das Board mag es wie Spielgeld aussehen, aber der CEO betrachtet es als das, womit er seinen Lebensunterhalt bestreitet. Insofern ist er sehr stark daran interessiert, sich gefügte Boardmitglieder zu suchen. „Sie suchen keine Dobermänner“, witzelte Buffett. „Sie suchen Chihuahuas, die man mit Beruhigungsmitteln

ruhiggestellt hat.“ Zudem hole man sich zur Stützung der Argumentation des CEOs Experten zum Thema Vergütung ins Haus.

Munger beschloss das Thema mit seinem typischen „Understatement“: „Ich würde mir lieber eine Viper ins Hemd stopfen, als einen Vergütungsberater unter Vertrag zu nehmen.“

## Leute, die sich schlecht benehmen

Wie üblich schossen sich Buffett und Munger auf Anwälte ein und auf die Notwendigkeit, das Schadensersatzrecht zu reformieren, auf Bilanzbuchhalter und die Art und Weise, wie diese mit falschen Bilanzen und korrupten Steuertricksereien Amerika verkauft haben. Auch der Skandal um die offenen Investmentfonds und dass Hunderte über die Zustände Bescheid gewusst hätten, aber niemand etwas gesagt hat, war eines der Themen.

Anstatt die gesamte Diskussion über moralisch fragwürdige Leute hier noch einmal abzuhandeln, begnügen wir uns mit Mungers Aussage über die alten Räuberbarone: „Haben sie geredet, haben sie gelogen. Haben sie nicht geredet, haben sie gestohlen.“

## Launische Märkte

Dass Berkshire am Jahresende Barmittel in Höhe von 31 Milliarden Dollar hielt, lag Munger zufolge daran, dass es keine überzeugenden Alternativen gegeben habe.

Buffett gab sich weiterhin hoffnungslos, was neue Möglichkeiten angeht, denn „die Preise auf den Wertpapiermärkten verhalten sich manchmal erstaunlich“. Im Herbst 2002 seien die Ramschanleihen so weit eingebrochen, dass ihre Effektivverzinsung bei 35 bis 40 Prozent lag. Einige dieser Anleihen würden nun gerade einmal sechs Prozent abwerfen – eine unglaubliche Trendwende innerhalb von gerade einmal 18 Monaten.

## Das Sankt-Petersburg-Paradoxon

Anleger hätten tonnenweise Geld verloren, weil es die Tendenz gebe, sehr hohe Wachstumsraten auszuweisen, erklärte Buffett. Die Blase in der „New Economy“ sei von vielen derartigen Prognosen gekennzeichnet gewesen.<sup>4</sup>

Buffett empfahl als Zusatzlektüre einen Artikel, den David Durand 30 Jahre zuvor über das Sankt-Petersburg-Paradoxon geschrieben hat. Der innere Wert eines Vermögenswerts bestehe in dem Geld, das dieser Wert ab heute für alle Zeiten generieren wird, diskontiert auf die Gegenwart. Das hat Buffett oft genug gesagt. Wenn allerdings die geschätzte Wachstumsrate größer ist als der Diskontierungssatz, erhält man einen unendlichen Wert.

Natürlich müsse man in einem derartigen Fall zu realistischeren Zahlen zurückkehren, sagte Munger.



Viele Analysten und Unternehmen geben hartnäckig weiter Wachstumsprognosen von 15 Prozent und mehr heraus. Buffett verwies dabei auf die Begleitzahlen zu den diesjährigen Fortune 500. Darin enthalten sei ein Rückblick auf die letzten 50 Jahre, der zeige, dass nur ganz wenige Unternehmen es geschafft haben, über diesen Zeitraum hinweg mit zehn Prozent oder mehr zu wachsen.

## Derivate: Die Teeparty des verrückten Hutmachers

Vergangenes Jahr hatte Buffett gewarnt, dass sich Derivate als finanzielle Massenvernichtungswaffen erweisen könnten. Seitdem hat ihre Bedeutung noch zugenommen.

Ursprünglich bestand der Gedanke hinter Derivaten darin, Risiken zu streuen, aber inzwischen habe das System das Risiko in einigen wenigen Institutionen gebündelt, sagte Buffett. „Es ist durch Derivate deutlich mehr Risiko ins System gekommen“, schlussfolgerte er.

Bei Freddie Mac hätten sich Hunderte von Analysten die Zahlen angesehen, ebenso ein Untersuchungsausschuss des US-Kongresses, fähige Direktoren, Wirtschaftsprüfer ... und dennoch war der Gewinn um 6 Milliarden Dollar falsch ausgewiesen, und der Großteil davon hatte mit Derivaten zu tun. Der Fehler hätte genauso gut 12 Milliarden Dollar betragen können.

Das Ausmaß der Derivate werde größer und größer und dennoch würden die meisten Manager nicht begreifen, womit sie es zu tun haben, warnte Buffett. Er räumte ein, dass er selbst die Derivate bei General Re nicht verstanden habe und dass Berkshire noch immer damit beschäftigt sei, dieses Chaos aufzuräumen.<sup>5</sup>

Buffett erzählte, im Zusammenhang mit dem Manipulationsskandal rund um die Salomon Brothers und Regierungsanleihen sei er ebenfalls in Kontakt mit Derivaten gekommen. Salomon hätte um ein Haar Konkurs angemeldet und verfügte über Derivate im Wert von 1.200 Milliarden Dollar. Salomon hatte Kontrakte in Japan, Großbritannien und den USA, das Konkursgericht hätte sich dementsprechend durch ein gewaltiges Durcheinander kämpfen müssen.

Ein häufiger Fehler sei es, dass man die Konsequenzen der Konsequenzen nicht zu Ende denke, sagte Munger.<sup>6</sup> Viele Dinge, bei denen die Menschen gar nicht erwartet hätten, dass sie zusammenhängen könnten, würden in Wahrheit aber doch zusammenhängen, sinnierte Buffett.

Munger warf ein, dass die ganze Angelegenheit wie die Teeparty des verrückten Hutmachers aus *Alice im Wunderland* sei und dass die Wirtschaftsprüfer Verrat begangen hätten.

## Temperament und Investieren

Eine weitere faszinierende Diskussion drehte sich um die Frage, welche Rolle das Temperament beim Investieren spiele. Intelligenz sei hilfreich, aber Buffett und Munger waren sich einig darin, dass es viel wichtiger sei, über die richtige Gemütslage zu verfügen.

Es sei wichtig, so Buffett, viel Zeit darauf zu verwenden, sich Unternehmen anzusehen, eine Datenbank aufzubauen und einen Geschäftssinn zu entwickeln.

Man müsse viel lesen, um weise zu werden, stimmte Munger zu, um dann interessanterweise hinzuzufügen, dass er wenige Vielleser kennengelernt habe, die das richtige Temperament besäßen. Die meisten würden sich von der Flut an Informationen verwirren lassen.

Um erfolgreich zu investieren, benötige es keinen außergewöhnlichen Intellekt, sondern außergewöhnliche Disziplin und das hätten nur die allerwenigsten, sagte Buffett: „Die Geschichte hat uns gelehrt, dass wir aus der Geschichte nichts lernen.“

Als abschließenden Beweis führte Buffett Sir Isaac Newton an. Dieser, einer der klügsten Köpfe in der Geschichte der Menschheit, habe einen Großteil seiner Zeit mit dem Versuch verschwendet, Blei in Gold zu verwandeln, und dann habe er, als die Südseeblase platzte, eine enorme Summe verloren.

## Mathematik

„Es ist fast so, als habe Gott die Welt so gemacht, dass nur Mathematiker sie verstehen können“, sagte Munger. Wer in der Wirtschaft nicht rechnen könne, sei ein Holzkopf, sagte er. Allerdings benötigte man fürs Geschäft keine höhere Mathematik, ja, es sei möglicherweise sogar ein Nachteil, sich mit höherer Mathematik auszukennen.

Lächelnd schloss Buffett das Thema ab mit den Worten: „Als meine Mutter mir Lieder über Zinseszins vorsang, reichte das vollkommen aus.“

## Unterlassungsfehler

Die seltenen guten Ideen nicht bis zuletzt ausgeschlachtet zu haben, habe die Aktionäre mehr gekostet als seine Unterlassungsfehler, sagte Buffett.

Unterlassungsfehler würden in den Finanzberichten zwar keine Rolle spielen, aber dennoch würden sie sich das gegenseitig unter die Nase reiben, sagte Munger.

Sein Fehler, Walmart nicht zu kaufen, habe die Berkshire-Aktionäre bislang 10 Milliarden Dollar gekostet, erklärte Buffett. Er habe die Idee anfangs Charlie präsentiert, der sagte: „Nicht die schlechteste Idee, die du je hattest.“ Von Charlie sei dies ein „unmenschliches Lob“, erklärte Buffett.

Aber er legte sich auf einen Preis von 23 Dollar fest und als der Kurs höher stieg, hörte er auf, weitere Aktien zu kaufen.

## Unser eigener schlimmster Feind

Seit Beginn der Zeit würden sich die Menschen damit verrückt machen, herausfinden zu wollen, was die Zukunft bringe, sagte Munger.

Im Altertum ließen die Könige ihre Wahrsager Schafsgedärm untersuchen, bevor sie Entscheidungen fällten. Heute seien die Leute noch ganz genauso verrückt und würden nach Menschen suchen, die vorgeben, die Zukunft zu kennen. Das verschaffe der Wall Street wirtschaftliche Anreize, ihr Allheilmittel zu verkaufen.

Zum Minderertrag eines durchschnittlichen offenen Investmentfonds komme die Angewohnheit der Anleger hinzu, ihre Fonds wiederholt durchzumischen. Das habe dazu geführt, dass die breite Öffentlichkeit schlecht abgeschnitten habe, wenn sie sich an „Experten“ wandte.

Er arbeite mit der Grundannahme, dass sich die Wirtschaft in Amerika gut entwickeln werde, sagte Buffett. Negative Faktoren könnten ängstliche Anleger dazu verleiten, sich von ihren Aktien zu trennen, aber man müsse in Erinnerung behalten, dass es zu jeder Zeit im Verlauf der Geschichte negative Faktoren gegeben habe. Dennoch sei der Dow trotz Kriegen, Wirtschaftsflauten, Epidemien und so weiter im Verlauf des 20. Jahrhunderts von 66 auf 10.000 gestiegen.

„Es wird nicht Amerika sein, das den Anlegern den Garaus bereitet. Das werden die Anleger selbst sein.“

## Über das Unerwartete nachdenken

Buffett erklärte, er verbringe viel Zeit damit, darüber nachzudenken, was gänzlich schief laufen könne. Wenn die Wahrscheinlichkeit, dass ein bestimmtes Ereignis eintritt, nur gering ist und dieses Ereignis eine Weile lang nicht eingetreten ist, würden die Menschen das Risiko unterschätzen, sagte Buffett. Genauso würden sie das Risiko überschätzen, wenn das Ereignis gerade erst eingetreten war.

„Noah hatte dieses Problem“, scherzte Buffett.

Ein Beispiel: Liegt die Wahrscheinlichkeit, dass es innerhalb eines Jahres zu einem schweren Atomunfall kommt, bei zehn Prozent, liegt nach 50 Jahren die Wahrscheinlichkeit, dass es *noch nicht* zu dem schweren Atomunfall gekommen ist, bei 0,5 Prozent. Diese Wahrscheinlichkeit auf ein Prozent anzuheben, wäre schon eine spürbare Verbesserung.

## Als Letzter stehen bleiben

Finanzielle Katastrophen seien häufiger als Naturkatastrophen, sagte Buffett und riet dazu, sich in den nächsten 50 Jahren so aufzuführen, dass man im Fall einer Finanzkatastrophe überleben würde. Das sei auch der Grund, warum man bei Berkshire nicht viel davon halte, mit hoher Verschuldung zu

arbeiten. Im Laufe der Geschichte seien es immer wieder Schulden gewesen, die die Menschen in den Untergang getrieben haben.

So viele hochintelligente Menschen mit dem starken Wunsch, Geld zu machen, hätten sich finanziell ruiniert, als 2002 der Markt für Ramschanleihen in sich zusammenbrach, sagte Buffett. An der Wall Street finde man jede Menge Geld und Talent, dennoch unterliegen die Kurse von Wertpapieren gewaltigen Schwankungen. Das sei bei Wohnungen in Omaha oder einer Franchise-Lizenz für McDonald's nicht der Fall.

Derivate können genauso wie Einschusskonten – eine Art Hebelwirkung – funktionieren, sagte Munger. Wird die Bonität einer Gegenpartei heruntergestuft, muss sie eine höhere Sicherheit bereitstellen. Das wiederum könne einen Dominoeffekt auslösen, wenn eine Partei Positionen auflösen muss, um Sicherheiten aufzubringen.

Ein einziger Tag, an dem man eine Einschussforderung nicht bedienen könne, reiche bereits aus, warnte Buffett. Hätte General Re nicht die Möglichkeit gehabt, Kapital aufzunehmen, wäre das Unternehmen nach 9/11 in furchtbare finanzielle Schwierigkeiten geraten, sagte er. Die Aktienkurse brachen ein, das Kapital schrumpfte. Es hätte passieren können, dass dieses Kapital gebraucht worden wäre, um Derivate zu bedienen.<sup>7</sup>

Abschließend fasste Buffett seine zwei zentralen Empfehlungen zusammen, was den Umgang mit finanziellen Katastrophen anbelangt: „1. Lass dich davon nicht ruinieren. 2. Sei darauf eingestellt, aus der Situation Nutzen zu ziehen.“ Berkshire sei entsprechend aufgestellt, erklärte er.

„Bei einem Schicksalsschlag wäre Berkshire definitiv der Letzte, der noch stehen würde“, sagte Buffett leidenschaftlich.

## National Indemnity: Die richtigen Anreize

Unsere Lieblingsdiskussion an jenem Tag begann mit der Frage von David Winters (Mutual Series), welchen Ansatz Berkshire beim Abschluss von Versicherungen verfolge.

Es schien, als habe Buffett schon den ganzen Tag auf diese Frage gewartet, denn er zog sofort Folien hervor, die zeigten, wie National Indemnity in der Vergangenheit gearbeitet hat.

Auf Professor Buffetts Folie 1 war ein gewaltiges Auf und Ab zu sehen, was das Prämienvolumen bei National Indemnity während der vergangenen zwei Jahrzehnte anbelangt. Während dieser Zeit verfolgte das Unternehmen seine einzigartige Philosophie, Verträge nicht mit Blick auf das Volumen, sondern mit Blick auf den Gewinn abzuschließen.<sup>8</sup>

Während dieser Zeit behielt Berkshire seine Mitarbeiter. Buffett war willens, in umsatzschwachen Zeiten einen großen Personalüberhang zu dulden, denn er wollte der Belegschaft auf diese Weise vermitteln, dass niemand jemals wegen zu geringen Umsatzes entlassen werden würde. Das

spiegelt sich in einer Aufwandsquote wider, die starken Schwankungen unterlag und zwischen 26 Prozent und 41 Prozent betrug. Eine erstaunliche Zahl: 1980 betrug die Belegschaftsgröße 372 Personen, 2003 waren es 358.

Dank diesem Fokus auf Qualität und Disziplin hat National Indemnity nahezu jedes Jahr rentabel gearbeitet. Das sei ein Rekord, auf den andere nur mit Neid schauen könnten, sagte Buffett. Entscheidend sei es gewesen, Anreize zu erschaffen, die die Mitarbeiter zum richtigen Verhalten bewegen. Um das zu erreichen, müsse man das Geschäft komplett durchdenken.

„Das macht sonst niemand“, sagte Munger. „Es ist der naheliegende Weg. Ein Großteil von Berkshire ist so.“

## Lebenslange Angewohnheiten

Buffett und Munger erwiesen sich als Quell guter Ratschläge, als eine junge Person fragte, was für ein gutes Leben wichtig sei.

Die meisten Menschen würden unterschätzen, wie wichtig gute Angewohnheiten seien, sagte Buffett.

Es sei wichtig, „dummes Zeug“ zu vermeiden, sagte Munger: Pferdewetten, das Risiko, Aids zu bekommen, Experimente mit Kokain oder sich zu verschulden. Man solle daran arbeiten, einen guten Charakter und eine gute geistige Haltung zu entwickeln, und darauf aufbauend lernen.

Buffett schlug einen etwas nüchternen Ton an, als er sagte, er erhalte tagtäglich Briefe von Menschen in finanzieller Not. Vielen von ihnen rate er, einen Offenbarungseid abzulegen, weil sie ansonsten niemals wieder auf die Füße kommen würden.

Es sei sehr verlockend, mehr Geld auszugeben, als man verdiene, warnte er und empfahl, sich mit Menschen zu umgeben, die besser seien als man selbst.

„Wenn Ihnen das Probleme mit Ihnen gleichgestellten Personen verursacht, dann schicken Sie sie zur Hölle“, fügte Munger hinzu.

Abschließend erzählte Buffett noch die Geschichte von der Frau, die an ihrem 103. Geburtstag gefragt wurde: „Was gefällt Ihnen daran, 103 Jahre alt zu sein?“ Woraufhin sie erwiderte: „Keine nervenden Gleichaltrigen.“

- 1 Das gilt für nahezu alle Technologieunternehmen.
- 2 Wie meine Großmutter zu sagen pflegte: „Sei reich darin, möglichst wenige Bedürfnisse zu haben.“
- 3 Ausgehend von früheren Jahreshauptversammlungen glauben wir, dass es sich dabei um „Wachstum bei Versicherungsnehmern“ und die Schaden-Kosten-Quote (Rentabilität) handelt.
- 4 Bob Rodriguez von FPA hat dasselbe gesagt und auf Parabelkurven verwiesen.
- 5 Sechs Jahre nach der Übernahme!
- 6 „Und was dann?“ fragt einer der Filter in Garrett Hardins Buch *Filters Against Folly*.

- 7 Nach seiner Umgestaltung kann General Re nun wieder ein AAA-Rating vorweisen.
- 8 Ich habe fieberhaft mitgeschrieben und folgende Werte als minimale und maximale Zahlen festgehalten: 1980 – 80 Millionen Dollar, 1986 – 366 Millionen Dollar, 1998 – 55 Millionen Dollar, 2003 – 600 Millionen Dollar.



# 2005

**VERANSTALTUNGSORT**Qwest Center

**TEILNEHMERZAHL**Rund 19.000

**EINZELHEITEN ZU DIESEM JAHR**

■ Unser Lehrplan wurde um ein weiteres Buch ergänzt, nämlich *Poor Charlie's Almanack* (ein Verweis auf Mungers Hero Benjamin Franklin)<sup>1</sup>. Das Buch stellt einen hervorragenden Abriss von Charlie Mungers Geist und Weisheiten im Laufe der Jahre dar. Vor allem Corey war sehr aufgeregt, denn seine Frage, die er im Jahr zuvor bei der Aktionärsversammlung von Wesco Financial gestellt hatte, hatte es ins Buch geschafft.

**RANG IM FORTUNE 500**12

**AKTIENKURS**88.006 Dollar

Heutiger Wert eines 1964 investierten Dollar: **7.114 Dollar** Berkshires Buchwert pro Aktie ist von 19,46 Dollar auf **59.734 Dollar** (ein Zuwachs von durchschnittlich **21,5 Prozent** pro Jahr) gestiegen. Der S&P 500 legte im selben Zeitraum um durchschnittlich **10,4 Prozent** pro Jahr zu.

<sup>1</sup> Anm. d. Übers.: Der spätere amerikanische Präsident Benjamin Franklin veröffentlichte 1732 unter dem Pseudonym Richard Saunders den Almanach *Poor Richard's Almanack* und feierte damit große wirtschaftliche Erfolge.

# HÖHEPUNKTE AUS DEN NOTIZEN FÜR 2005

---

## Tabuthemen

Zu Beginn erklärte Buffett, über drei Themen werde er nicht reden:

- 1) Wie die letzte Saison für das Football-Team von Nebraska verlaufen ist.
- 2) Was Berkshire aktuell gerade kauft.<sup>1</sup>
- 3) Was genau er vor der Regulierungsbehörde im Zuge der Ermittlungen gegen AIG ausgesagt hat. Ermittler mögen es nicht, wenn Zeugen öffentlich über ihre Aussagen sprechen.

## Preismacht

Unternehmensgewinne als Prozentsatz vom BIP seien aktuell sehr hoch, Unternehmenssteuern als Anteil an den gesamten Steuereinnahmen dagegen sehr niedrig, sagte Buffett. Es sei davon auszugehen, dass die Unternehmensprofite sich wieder dem Mittel annähern würden.<sup>2</sup> Es sei schwierig, aber sehr wichtig zu wissen, wer die Kosteninflation überstehen kann.

„Einem Geschäft geht es nicht so gut, wenn man erst einmal einen Gebetskreis bildet, bevor man die Preise um einen Penny erhöht“, sagte Buffett.

Er liebe Unternehmen mit ungenutzter Preissetzungsmacht, fügte er hinzu. See's Candy sei so ein Beispiel. 1972 verkaufte das Unternehmen 16 Millionen Pfund Süßigkeiten für 1,95 Dollar das Pfund (und machte damit 25 Millionen Dollar Profit!). Das Unternehmen konnte problemlos die Preise um 10 US-Cent pro Pfund anheben. Heutzutage dagegen hätten es sogar Zeitungen und Brauereien deutlich schwerer, die Preise zu erhöhen.

Indem man das Preisverhalten beobachte, könne man viel darüber lernen, wie beständig das Wirtschaftsmodell eines Unternehmens sei, schloss Buffett.

## Labile Lage



Nie zuvor, so Buffett, sei ein derart hoher Prozentsatz an Geld, das in Hedgefonds, Währungsmärkte, Niedrigzinsspekulation und Ähnliches investiert wurde, in so einer angespannten Situation gewesen. Milliarden Dollar würden mit einem einzigen Knopfdruck die Richtung wechseln.

Diese „elektronische Herde“ könnte als Reaktion auf einen externen Einfluss wie 1998 der Fall Long-Term Capital Management durchaus in Panik geraten. Es sei sehr schwierig, den Zeitpunkt zu bestimmen, aber es sei leichter vorherzusagen, was geschehen wird.

In einem vollbesetzten Theater können Sie einfach Ihren Sitz verlassen und zum Ausgang rennen. Im Finanzwesen dagegen müssen Sie erst noch jemanden finden, der Ihren Sitz übernimmt. Jemand muss am anderen Ende der Transaktion stehen.

Munger fasste zusammen: „Das wird ein böses Ende nehmen.“<sup>3</sup>

## Harte Landung?

Sollten die USA ihre derzeitige Handelspolitik fortführen, werden die Folgen sehr beträchtlich sein, erklärte Buffett.

Keiner der Kandidaten habe im Vorfeld der vergangenen Wahlen über dieses Thema gesprochen, so Buffett. Er widersprach den vielen Beobachtern, die von einer weichen Landung ausgehen. Das Handelsdefizit betrage 618 Milliarden Dollar, wie könne ein solcher Wert „sanft“ korrigiert werden? Und werde er nicht korrigiert, werde die Nettoauslandsvermögensposition weiter anwachsen und sich verschlimmern.

Um seine Einschätzung zu untermauern, zitierte Buffett aus einem Leitartikel, der in der *Washington Post* erschien. Darin äußerte der ehemalige Notenbankchef Paul Volcker seine Besorgnis angesichts dieser gewaltigen und hartnäckigen Schieflage.

Munger fügte hinzu, dass er es abstoßend finde, wie sehr es bei Konsumkrediten und dem Umgang mit öffentlichen Geldern an Klugheit mangle. Glücklicherweise sei eine große Zivilisation imstande, eine ganze Menge an Missständen wegzustecken. Er prognostizierte, dass unsere Zivilisation am Scheitelpunkt stünde.

## Dollarverfall

Buffett erklärte, er wisse nicht, woher ein Dollaranstieg kommen solle. Er zog den Vergleich zu einer reichen Familie, deren Anwesen so groß sei, dass sie nicht bis zu den Grenzen ihres Grundstücks sehen könne. Stattdessen würde sie einfach auf der Veranda darauf warten, dass die Ernte gebracht wird. Sie wüsste aber nicht, dass sie sechs Prozent mehr verbrauche als produziert werde. Auf diese Weise büße sie im Laufe der Zeit immer mehr von ihrem Anwesen ein.

Mit den USA sei es ganz genauso: Sie büßen pro Tag Vermögenswerte in

Höhe von 2 Milliarden Dollar ein, während wir Amerikaner etwa sechs Prozent mehr konsumieren, als wir produzieren. Früher oder später würden unsere Kinder ausländischen Investoren „Tributzahlungen“ leisten, weil wir zu viel konsumiert haben.

Munger allerdings hinterfragte Buffetts Besorgnis und fragte: Wenn ausländischen Investoren beispielsweise 10 Prozent der USA gehört, das BIP aber dadurch um 30 Prozent wachsen würde, wäre das dann wirklich so schlimm? Er fügte hinzu, dass es eine merkwürdige Sache sei, Währungen aus dem sozialisierten Europa der US-Währung vorzuziehen.

Buffett warf ein, dass Berkshire ausländische Währungskontrakte im Wert von 21 Milliarden Dollar hält. Ginge es nach ihm, würde dieser Betrag noch höher sein. Ginge es nach Charlie, hätten sie überhaupt keine.

## Asien könnte es gut ergehen

Der globale Wettbewerb werde intensiver, so Buffett, weil jeder Amerikas „Best Practices“ übernehme. Das sei gut für alle. Mehr Handel sei besser. Angesichts einer Weltbevölkerung von sechs Milliarden Menschen sollten wir die Hoffnung hegen, dass in 20 Jahren ein großer Prozentsatz von ihnen ein gutes Leben wird führen können.

Amerika werde mit der Zeit immer reicher werden, könne seine globale Position aber einbüßen, sagte Munger. Er prognostizierte, dass Asien sich unglaublich prächtig entwickeln könnte.

## Gold

Gold könne Zuflucht vor einer an Wert verlierenden Währung bieten, aber das gelte für *jedlichen* physischen Vermögenswert, sagte Buffett.

Sollte Berkshire See's Candy verkaufen und die Menschen würden künftig nur noch in Muscheln handeln, dann würde Berkshire die entsprechende Menge an Muscheln bekommen, sagte Buffett. Dasselbe gelte für Coca-Cola, Erdöl oder einen Hektar Land. Der tatsächliche reale Nutzwert von Gold sei gering. Jährlich würden etwa 3.000 bis 4.000 Tonnen Gold aus Südafrika nach Fort Knox kommen, unterwegs aber nutzlos sein.

Wie immer „subtil“, erklärte Munger, im Rahmen der durchschnittlichen Möglichkeiten, die Berkshire offen stünden, sei Gold eine eher dumme Investition.

Buffett drückte es in Zahlen aus: 1940 lag der Goldpreis bei 35 Dollar pro Unze. 65 Jahre später seien es 400 Dollar pro Unze (ohne Anschaffungskosten).<sup>4</sup>

„Das führt bei mir nicht zu verstärktem Speichelfluss“, schloss Buffett.

## Immobilienblasen

Es gab zahlreiche Fragen zum Thema Immobilien.<sup>5</sup> Buffett erinnerte sich an die Blase, die vor 25 Jahren bei Ackerland in Nebraska und Iowa herrschte. Bargeld war nichts wert, weil die Inflation aus dem Ruder lief, und diese Einschätzung befeuerte die Flucht in Ackerland.

Nördlich von Omaha betrug der Preis für Ackerland für einen Morgen Land 2.000 Dollar, so Buffett – und er kaufte es, nachdem die Blase geplatzt war, der FDIC für 600 Dollar ab.<sup>6</sup>

Aktuell erachtet Munger Kalifornien und Washington DC als Märkte, bei denen tatsächlich eine Blase beobachtet werden kann. Das Preisverhältnis betrage im Vergleich zu Omaha vier zu eins.

Buffett sagte, er habe sein Haus in Laguna Beach für 3,5 Millionen Dollar verkauft. Das Haus war seiner Meinung nach 500.000 Dollar wert, was heißt, ein Grundstück von einem Zwanzigstel Morgen habe 3 Millionen Dollar gebracht. 60 Millionen Dollar für einen Morgen Land seien ein stolzer Preis, egal, um was für Land es sich handele, so Buffett.

Munger erzählte die Geschichte eines Freundes, der für sein bescheidenes Haus mit Meerblick 27 Millionen Dollar bekommen hat.

„Für 27 Millionen Dollar würde ich lieber auf meine Badewanne starren“, witzelte Buffett.

## Wechselbeziehung der Risiken

Buffett warnte: Wenn es Ärger gebe, hänge alles zusammen. Für den Umgang mit katastrophalen Verlusten müsse man insofern sämtliche Nachwirkungen berücksichtigen.

Kalifornien beispielsweise habe in den letzten 100 Jahren 25 Erdbeben der Stärke 6,0 oder höher verzeichnet. Ein derartiges Beben in einem dicht besiedelten Gebiet hätte enorme Folgen. Bei Berkshire wäre nicht nur das Versicherungsgeschäft betroffen, die Naturkatastrophe würde sich auch auf das Geschäft von See's Candy, GEICO, Wells Fargo und anderer Berkshire-Tochterfirmen auswirken.

Das schwerste Beben in der Geschichte Amerikas habe sich in Madrid, Missouri, zugetragen, sagte Buffett. Dort wurden drei Beben verzeichnet, die eine Stärke von über 8,0 auf der Richter-Skala erreichten.

Betrachte man etwas über Jahrhunderte hinweg, sehe man, dass sich außergewöhnliche Dinge zugetragen haben, so Buffett. Munger ergänzte, sie hätten sogar darüber nachgedacht, was geschehen würde, sollte eine 20 Meter hohe Flutwelle über Kalifornien hereinbrechen (Flutwellen in dieser Größenordnung sind nicht bekannt). Er bezweifle, dass irgendein anderer Versicherer Risiken gründlicher abwäge als Berkshire.

„Bei uns ist jeden Tag Weltuntergang“, sagte Buffett. So, wie Berkshire seine Angelegenheiten führe, könne kommen, was da wolle, er werde deswegen nicht schlaflos wach liegen.

## Problem 1: Atom-Terrorismus

Buffett erklärte, seine Hauptsorge sei der Atom-Terrorismus. Er empfahl ein Buch zu diesem Thema.<sup>7</sup> Außerdem erwähnte er die Webseite [Lastbestchance.org](http://Lastbestchance.org), auf der ein kostenloser Film angeboten wird, den die Nuclear Threat Initiative gesponsert hat. Auch dieses Thema habe während der letzten Wahl kaum eine Rolle gespielt, sagte Buffett.

Was den Versicherungsbereich angehe, habe man das ganze Geschäftsbuch so umgeschrieben, dass ABC-Gefahren (atomarer, biologischer und chemischer Natur) berücksichtigt seien.

## Problem 2: Bildungsreform

Neben der Bedrohung durch ABC-Waffen sieht Buffett den Bildungsbereich als größtes Problem des Landes. Ein gutes Schulsystem sei wie Jungfräulichkeit, sagte Buffett – es könne bewahrt, aber nicht wiederhergestellt werden.

Als ein Land, in dem das Pro-Kopf-Einkommen 40.000 Dollar beträgt, verfügen wir Amerikaner eigentlich über die notwendigen Ressourcen. Zu den Herausforderungen zählen die Komplexität des Systems, die Gewerkschaften und der Umstand, dass die Reichen aus dem System aussteigen. Bei dem Ausmaß, in dem Reiche auf Privatschulen gehen und Arme in „bewaffnete Lager“, erschaffen wir ein Zwei-Klassen-System mit ungleichen Möglichkeiten.

Dabei sei Chancengleichheit ein wichtiger Faktor für Amerikas Erfolg gewesen, rief Buffett den Zuhörern ins Gedächtnis.

## Leichtes Geld

Die Hypothekenkonditionen seien immer günstiger geworden, während die Immobilienpreise immer weiter stiegen, sagte Buffett. Das laufe absolut allem zuwider, was die Vorsichtigen über die Kreditvergabe denken.

Munger ergänzte, die leicht zu erhaltenden Kredite sorgen dafür, dass mehr gebaut wird und die Preise steigen. Früher oder später habe man genug Neues, dann würden die Preise fallen. Ein derartiges Schneeballsystem in der Gesellschaft sei sehr wichtig, wurde bislang jedoch kaum untersucht, so Munger.<sup>8</sup>

## Anreize

Eine der wichtigsten Erkenntnisse, die wir an der University of Berkshire Hathaway gemacht haben, ist das gewaltige Ausmaß, in dem Anreizsysteme Einfluss auf das Geschehen in der Welt nehmen.

Munger schnitt an, was ihm an modernen Unternehmen nicht gefalle,

nämlich die Anweisung der Firmenzentrale, Gewinne andauernd und geräuschlos zu steigern. Dieses Vorgehen bezeichnete er als „Blutsbruder des Bösen“.

Die Welt ticke nun einmal nicht so und so etwas ziehe nur jede Menge negativer Dinge nach sich, ergänzte Buffett. Wenn mit großen Egos ausgestattete CEOs präzise Prognosen abgeben, würden sie nur die Anleger, sich selbst oder beide hinters Licht führen. Das wiederum nähre ein System, das psychischen und finanziellen Druck aufbaue, Dinge zu tun, die die Leute eigentlich nicht tun wollen.

Buffett sagte, würde er in einen NetJet springen und dem Piloten sagen: „Ich habe es extrem eilig und muss dringend nach New York“, dann wäre er ein Idiot. Es wäre dumm, den Pilot seine Sicherheitsüberprüfung im Sauseschritt absolvieren zu lassen. *Dennoch haben Firmen Vergleichbares immer wieder mit Vergütungssystemen getan, bei denen die Anreize an den falschen Stellen gesetzt werden.*

So würden viele Manager aufgefordert, Budgets und Quartalsprognosen abzugeben. Dies führe dazu, dass das Augenmerk auf Kurzfristigkeit gelegt wird und dem Quartal ungebührlich viel Aufmerksamkeit zuteilwird. Ein Manager, der den Chef nicht enttäuschen wolle, fange möglicherweise an, an den Zahlen zu drehen. Bei Berkshire reichen Manager keine Budgets ein.

Buffett sagte, bei langfristigen Versicherungen könnten die Zahlen im Grunde stets so aussehen, wie man sie gerade haben möchte. Die 45 Milliarden Dollar, die Berkshire an Verlustreserve ausweist, hätten genauso gut 44,75 Milliarden Dollar sein können – speziell dann, wenn er 250 Millionen Dollar mehr Gewinn hätte ausweisen wollen.

Weltweit neige das Management dazu, die Reserven zu niedrig anzusetzen, sagte Buffett.

## General Motors

Buffett führte das Thema Bilanzen und Rechenschaftspflichten fort, indem er über General Motors (GM) sprach. Richard Wagoner habe bei GM Kostenstrukturen vorgefunden, die aus Verträgen resultieren, die vor langer Zeit geschlossen wurden und nun dafür sorgen, dass das Unternehmen nicht wettbewerbsfähig ist. Diese Verpflichtungen belaufen sich auf angeblich bis zu 2.000 Dollar pro Fahrzeug. Angesichts eines derartigen Nachteils bei den Kosten ist der Anteil von GM am amerikanischen Pkw-Markt von 50 Prozent auf 25 Prozent gefallen.

Man könnte mit Fug und Recht sagen, dass General Motors seinen pensionierten Mitarbeitern gehört, schließlich belaufen sich die Verpflichtungen der Pensionskasse auf 90 Milliarden Dollar und der Börsenwert auf gerade einmal 14 Milliarden Dollar.

Die wahren Probleme reichen zurück bis in die 1960er-Jahre. Die damals

ausgehandelten Verträge hatten keinerlei Auswirkungen auf die Bilanzierung. Die Unternehmen mussten damals nicht nach dem Konzept der Periodenabgrenzung Pensionsverpflichtungen berücksichtigen. Und erst ab Ende der 1980er-Jahre mussten Unternehmen die Kosten für die Krankenversicherung ihrer Mitarbeiter berücksichtigen. Aus diesem Grund stimmte die damalige Geschäftsführung großzügigen Renten und Sozialleistungen für Pensionäre zu. Daraus erwuchs diese gewaltige Verpflichtung, die nun den weltgrößten Automobilhersteller belastet.

Munger merkte an: Wenn man aus dem 42. Stock stürzt und einem bis zum 20. Stockwerk nichts passiert ist, bedeute das nicht, dass man kein ernstes Problem habe. Wäre er der Eigentümer von GM, würde er das Problem sofort aus der Welt schaffen, sagte Munger.

## Fannie, Freddie und die Derivate

Auch hinter den Problemen bei den staatlichen Hypothekenbanken Fannie Mae und Freddie Mac stecken schlecht konzipierte Anreizsysteme.

Buffett räumte ein, dass sich die Dinge gewaltig geändert haben, seit er 1958 sein Haus kaufen wollte und seine Eltern ihn zu Mister Brown bei der Occidental Savings & Loan schickten. Heute würden die Hypothekenbanken über das ganze Land verteilt sitzen. Bei 25 Basispunkten zum Garantieren der Hypothek müssten sich die Hypothekengeber keine Sorgen machen, was das einzelne Grundstück angeht.

Fannie Mae und Freddie Mac seien zu gewaltigen Carry-Trade-Häusern herangewachsen, die von der Differenz (dem „Spread“) zwischen den Kosten, die der Staat bei der Kreditaufnahme hat, und den Darlehensraten leben, sagte Buffett. Er kritisierte, dass jemandem, der seinen Kredit durch Umschuldung innerhalb von 30 Sekunden begleichen könne, Geld für 30 Jahre geliehen wird.

Zusätzlich hätten die Bilanzierungsgaunereien ein atemberaubendes Ausmaß erreicht, so Buffett. Die Fehler würden sich auf Milliarden Dollar belaufen. Das Verbrecherische dabei ist laut Buffett, dass die Regierung am Haken hängt und Hypotheken im Wert von 1.500 Milliarden Dollar garantiert und das im Grunde nur, weil Fannie Mae und Freddie Mac wollten, dass die Gewinne steigen!

Unter dem Strich hat die Regierung zwei der größten Hedgefonds, die die Geschichte je gesehen hat, erschaffen, indem sie einen Blankoscheck für den Versuch ausstellte, 15 Prozent Gewinnsteigerung pro Jahr zu erreichen. Und als das auf operativem Wege nicht gelang, griff man halt zu Bilanzierungstricks. Das System sei wohl imstande, die Probleme zu lösen, sagte Buffett. Dafür müssten Fannie Mae und Freddie Mac aber eine Zeitlang ihre Aktivitäten zurückfahren.

Viele Probleme hätten ihre Ursache in der Bilanzierung von Derivaten,

fügte Munger hinzu. Dumme und unehrenhafte Buchhalter hätten den Flaschengeist unzutreffender Buchführung freigesetzt und nun treibe er sein Unwesen in der Welt der Derivate. Es sei sehr viel nicht richtig, was die Bilanzierung von Derivaten anbelangt, und das Ganze sei noch nicht ausgestanden, warnte Munger.

Buffett schloss mit den Worten: „Von Jimmy Stewart in *Ist das Leben nicht wunderbar?* sind wir noch weit entfernt.“

## Was es braucht, um ein großer Manager zu sein

Große Manager findet man Buffett zufolge, indem man sich ansieht, was sie erreicht haben. Es sei schwierig, zum Übungsplatz zu gehen und nur anhand des Schwungs der Spieler abzuschätzen, wer die besten Golfer sind. Buffett wechselte dann mit seinen Metaphern in eine andere Sportart und erklärte, die besten Baseball-Schlagleute seien diejenigen, die den besten Schlagdurchschnitt vorweisen können.

Er verwies dann auf eine alte Studie, derzufolge die größte Gemeinsamkeit großartiger Manager in dem Alter bestand, in dem sie ihre ersten Unternehmungen ins Leben riefen. Es habe alles viel mehr mit Netzwerken zu tun, als er es vor 30 Jahren noch für möglich gehalten habe.

Munger ergänzte, dass auch Intelligenz und Gemüt eine Rolle spielten. Er habe sich sehr früh für das Thema Wirtschaft interessiert und habe es geliebt, Glücksspiele zu gewinnen.

Buffett schloss lächelnd: „Mein Dad ließ nicht zu, dass ich Buchmacher werde, also fing ich an zu investieren.“<sup>9</sup>

## Unmodern sein

Es gebe keine bessere Investition als diejenige, die man in sich selbst tätigt, erklärte Buffett. Wenn es darum geht, Berkshires Geld zu investieren, versuchen sie, opportunistisch vorzugehen, sagte er.

Munger verwies darauf, dass man bei Berkshire keine Vermögenszuteilungen vornehme. Man gehe unabhängig von der Kategorie schlicht dorthin, wo sich eine gute Gelegenheit auftue. Damit tanze man *komplett* aus der Reihe der modernen Anlagentheorie.

2002 habe man 7 Milliarden Dollar in Ramschanleihen investiert und wenn die Bedingungen so günstig geblieben wären, hätten sie auch 30 Milliarden Dollar investiert, sagte Buffett.

Mit Blick auf moderne Vermögenszuteilungen sagte Munger: „Wenn etwas nicht lohnt, überhaupt gemacht zu werden, lohnt es erst recht nicht, es gut zu machen.“

## Sozialhilfe

Buffett betonte, dass Sozialhilfe keine Versicherung sei, sondern eine Transferzahlung. Seiner Meinung nach müsse sich ein reiches Land um seine Jungen und Alten kümmern, insofern sollte die Sozialhilfe nicht unter das jetzige Maß abgesenkt werden.

Er bezeichnete es zudem als verrückt, Angst wegen eines Defizits in 25 Jahren zu haben, wenn man es aktuell schon mit einem Defizit in Höhe von 500 Milliarden Dollar zu tun habe. Derzeit fließen vom Bruttoinlandsprodukt vier Prozent in die Sozialhilfe. Der Vorstellung, der Anteil könne in vielen Jahren auf fünf oder sechs Prozent des BIP ansteigen, hafte nichts Fürchterliches an.

Buffett empfiehlt drei Lösungsansätze: Bedürftigkeitstests, eine deutliche Anhebung der Steuerobergrenze von derzeit 90.000 Dollar und eine Anhebung des Rentenalters.

Munger sagte, politisch stehe er zwar am rechten Rand der Republikaner, er denke dennoch, die Republikaner hätten „ihren baumwollpflückenden Verstand verloren“, dieses Thema anzupacken. Ein logischer Weg, mit künftigem Ausgabenbedarf umzugehen, wäre seiner Meinung nach eine Konsumsteuer.

Die Sozialhilfe gehöre zu den besten Dingen, die die Regierung je zustande gebracht hat, sagte Munger. Da es sehr schwer sei, seinen eigenen Tod vorzutäuschen, gebe es kaum Betrug. Außerdem werde Arbeit belohnt, wie es sich in einer kapitalistischen Gesellschaft gehört.

Unsere Staatsführung verschwende „für solch einen Unsinn“ guten Willen, dabei werde man den möglicherweise benötigten, sollten wir uns mit Nordkorea oder dem Iran auseinandersetzen müssen.

## 10-Jahres-Rendite

Buffett sagte, Berkshires Aktienanteil am Eigenkapital sei so gering wie seit 1969 nicht mehr. Auf dem Markt werde nicht mehr so viel Blödsinn getrieben wie vor fünf Jahren, aber der Markt hält sich Buffett zufolge in einer Bewertungsspanne auf, bei der man weder von einem Käufermarkt noch von einem Verkäufermarkt sprechen könne. Auf diesem Niveau sei es eine vernünftige Erwartung, langfristig mit Aktien sechs bis sieben Prozent zu verdienen, sagte Buffett.

Was die Steuern angeht, würden die Anleger so gut behandelt wie noch nie zu seinen Lebzeiten. Wer nun allerdings auf diesem Niveau zehn Prozent oder mehr erwarte, verhalte sich unrealistisch.

Es habe zwar Phasen extremer Bewertungen gegeben – 1969, 1974 und 1999 –, aber den Großteil der Zeit befinde man sich in dieser Zwischenzone, so Buffett. Er sei weiterhin guter Hoffnung, dass Berkshire in den nächsten paar Jahren Gelegenheit erhalten werde, etwas „wahnsinnig Intelligentes“ zu tun.



# Langfristig wird Amerika reicher

Beim Gemüsekauf freut man sich, wenn die Preise sinken. Berkshire sei genauso, sagte Buffett. Man freue sich, wenn die Preise vorübergehend fallen, denn dann könne man seine Barmittel einsetzen.

Kurzfristig sei man besorgt, was Stolperdrähte und Schieflagen angehe, wenn es aber um die langfristigen Aussichten der US-Wirtschaft gehe, sei er enorm positiv gestimmt, so Buffett.

1790 lebten 4 Millionen Menschen in Amerika, 290 Millionen in China und 100 Millionen in Europa. Dennoch vereinige Amerika 215 Jahre später 30 Prozent des globalen BIP auf sich.

Eine unglaubliche Erfolgsgeschichte!

- 1 Corey bitte auch nicht fragen!
- 2 Bob Rodriguez von FPA und Michael Sandler von Clipper Fund prognostizieren ebenfalls einen Rückgang der Unternehmensmargen und daraus resultierend einen dämpfenden Effekt auf die Börse.
- 3 Mit 66 Milliarden Dollar an Barmitteln und Anleihen (Stand: Ende des ersten Quartals) steht Berkshire als Käufer der letzten Instanz bereit.
- 4 Was 3,8 Prozent jährlicher Rendite entspricht.
- 5 Was Corey und ich als sicheres Anzeichen für eine Blase werten.
- 6 Anm. d. Übers.: Die Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) ist eine Art Einlagensicherungsfonds.
- 7 Ich glaube, es war *Nuclear Terrorism* von Graham Allison.
- 8 Mehr dazu finden Sie in *Poor Charlie's Almanack*.
- 9 Munger und Buffett beherrschen die Grundlagen, daran besteht wohl kein Zweifel.



# 2006

**VERANSTALTUNGSORT** Qwest Center

**TEILNEHMERZAHL** 24.000 oder so

**EINZELHEITEN ZU DIESEM JAHR**

- Die Versammlung dauerte die mittlerweile zu erwartenden fünf bis sechs Stunden.
- Coreys Aufzeichnungen zufolge waren 1980 bei der Aktionärsversammlung 13 Personen anwesend. Die diesjährige Beteiligung entspricht also einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von fast 34 Prozent über einen Zeitraum von 26 Jahren. Inzwischen kommen mehr Menschen zur Jahreshauptversammlung von Berkshire, als auf der örtlichen Universität studieren (15.000 sind es an der University of Nebraska Omaha).

**RANG IM FORTUNE 500** 13

**AKTIENKURS** 88.710 Dollar

Heutiger Wert eines 1964 investierten Dollar: **7.171 Dollar** Berkshires Buchwert pro Aktie ist von 19,46 Dollar auf **70.281 Dollar** (ein Zuwachs von durchschnittlich **21,4 Prozent** pro Jahr) gestiegen. Der S&P 500 legte im selben Zeitraum um durchschnittlich **10,3 Prozent** pro Jahr zu.

# HÖHEPUNKTE AUS DEN NOTIZEN FÜR 2006

---

## Kauf von ISCAR

Buffett und Munger eröffneten das Treffen mit der Ankündigung, dass Berkshire für 4 Milliarden Dollar 80 Prozent der Anteile von ISCAR übernimmt, einem israelischen Hersteller von Werkzeugmaschinen. Normalerweise verfügen Buffett und Munger über ein ausgeglichenes Gemüt, aber über diesen Geschäftsabschluss äußerten sich beide ausgesprochen enthusiastisch.

Die Kernpunkte: Es ist das erste Unternehmen, das Berkshire außerhalb der USA kauft. Durch den Zukauf steigt der Betrag, den Berkshire in Fremdwährungen verdient. Das Unternehmen wird vorzüglich geführt.

Ganz besonders begeistert zeigte sich Buffett von ISCARs CEO Eiton Wertheimer und seiner Art, das Unternehmen wie einen Familienbetrieb zu leiten. Das zeigte sich auch daran, dass ISCAR nicht zur Versteigerung angeboten wurde.<sup>1</sup>

„Ich denke, wir werden in fünf oder zehn Jahren zurückschauen und erkennen, dass dies ein sehr wichtiger Meilenstein in der Geschichte Berkshires war“, schloss Buffett das Thema ab.

## Barmittel schrumpfen

Buffett hat sehr geduldig auf Berkshires Berg an Barmitteln gehockt, während die kurzfristigen Zinsen auf sehr niedrigem Niveau stagnierten.

Im Anschluss an die letztjährige Aktionärsversammlung hat er das „D“-Wort in den Mund genommen (also „Dividende“). Dieses Jahr war davon nicht mehr die Rede, stattdessen deutete er an, dass dem Unternehmen in den nächsten drei Jahren weniger Barmittel zur Verfügung stehen werden.

Berkshires Reserven müssten mindestens 10 Milliarden Dollar betragen, sagte er mit Blick auf die Versicherungspolice, die das Unternehmen für den Fall von Mega-Katastrophen abgeschlossen hat. Das heißt: Aktuell stehen Berkshire etwa 40 Milliarden Dollar zur Verfügung und das Unternehmen müsste entsprechend in den nächsten drei Jahren 30 Milliarden Dollar investieren. Na ja, nicht ganz. Berkshire wirft schließlich zudem jährlich Barmittel von über 10 Milliarden Dollar ab, wir reden also

über noch einmal 30 Milliarden Dollar, die Buffett für die nächsten drei Jahre für Investitionen zur Verfügung stehen.<sup>2</sup>

## Neid

Während des Anleihe-Skandals bei Salomon Brothers saß Buffett im Vergütungsausschuss von Salomons und erlebte so aus der ersten Reihe »die Raserei an Neid, die im Investmentbanking« herrscht. „Wenn der eine 2 Millionen Dollar Bonus erhält und der andere 2,1 Millionen Dollar, dann ist Typ 1 den Rest des Jahres über angefressen.“ Die Kardinalssünde der Investmentbanker sei also Neid und nicht Gier. Von den sieben Todsünden sei Neid diejenige, die am wenigsten Spaß mache, weil man sich dabei schrecklich fühle, sagte Buffett.

Völlerei habe auch etwas Positives – Buffett scherzte, einige seiner besten Augenblicke habe er bei der Völlerei erlebt. Und was die Lust angehe ... von dem Thema lasse er besser die Finger. Neid sei interessant, weil Neid so viel praktiziert werde, aber es sei diejenige Sünde, die am wenigsten Spaß bringe.

In einer ironischen Nebenbemerkung wies Munger darauf hin, dass die Börsenaufsicht SEC nun verlange, dass die Vergütung der CEOs offengelegt wird. Ziel sei es gewesen, mithilfe der zusätzlichen Transparenz Fälle allzu krasser Vergütung zu zügeln, tatsächlich jedoch habe sie genau das Gegenteil bewirkt, denn neidische Firmenchefs würden die Liste nun dafür nutzen, Gehaltserhöhungen einzufordern.

## Nachfolgeregelung

Man kann praktisch die Uhr danach stellen: Jahr für Jahr kommt die Frage: „Was geschieht, wenn Warren nicht mehr da ist?“

Buffett erklärte, es gebe drei naheliegende Nachfolger und die Entscheidung werde dem Board obliegen. Er verwies auf Walmart als Beispiel für eine „personalisierte institutionelle Struktur“, bei der das Unternehmen nach dem Ableben des Gründers sogar noch stärker geworden ist.<sup>3</sup>

Im Namen des Munger-Clans erklärte Charlie: „Wir ziehen es vor, Warren bis auf den letzten Tropfen auszusaugen.“ Er schloss mit der rhetorischen Frage: „Glauben Sie wirklich, Warren Buffett wird es vermessen und nicht hinbekommen, sein Erbe weiterzugeben?“

## Wie findet man großartige Manager?

Beim Thema großartige Manager erklärten Buffett und Munger erneut, wie möglichst unkompliziert sie damit umgingen. Munger betonte, dass Berkshire keine Manager heranziehe, sondern sie *finde*.

Buffett sprach über den Brief, der letztlich zur Übernahme von ISCAR führte. Der Charakter und das Talent von CEO Eitan Wertheimer hätten ihn aus dem Schreiben praktisch angesprungen.

Mungers Fazit: „Wenn ein Berg wie der Mount Everest vor einem steht, muss man kein Genie sein, um zu erkennen, dass es ein hoher Berg ist.“

## Corporate Governance

Zur Corporate Governance prognostizierte Munger, dass die derzeitigen Trends bei der staatlichen Regulierung wohl wenig bewirken würden.

Buffett formulierte die eigentliche Frage, die sich ein Board of Directors stellen solle: „Wie stark denken die Manager wie Eigentümer?“ Er selbst beobachte, dass es einen *enormen* Unterschied ausmache, wenn ein Board auf diese Weise denke.

Die Aufgaben eines Boards bestehen Buffett zufolge vor allem in drei Punkten: 1. den richtigen CEO finden, 2. den CEO daran hindern, sich zu übernehmen, und 3. bei Zukäufen eine unabhängige Bewertung zu liefern.

Gemessen an diesen Prioritäten hätten die Boards in den vergangenen Jahren nicht allzu gut gearbeitet. Berkshire dagegen hat ein Board allerhöchster Güte zusammengestellt. Bei keinem anderen Board in Amerika sei der Anteil des Nettovermögens, der auf dem freien Markt in das Unternehmen investiert wurde, so hoch wie bei Berkshire.<sup>4</sup>

## Rein/Raus/Zu schwierig

Es war einer unserer liebsten Munger-Auftritte bei dieser Versammlung, als er erklärte, wie Berkshires Prozesse für den Umgang mit Ideen aussehen. Es gebe drei Kisten: „rein“, „raus“ und „zu schwierig“. Es sei wichtig zu wissen, was zu schwierig für einen sei, und sich dann an das zu halten, was man am besten könne. Er zitierte den IBM-Chef Tom Watson: „Ich bin streckenweise klug.“

Wer schnell laufe, könne auf der 100-Meter-Strecke um Gold mitkämpfen, müsse aber nicht auch noch beim Kugelstoßen antreten, warf Buffett ein.

Munger erzählte, ein Reporter habe einmal zu ihm gesagt: „Sie kommen mir gar nicht clever genug vor, um so viel besser als alle anderen abzuschneiden.“ Entscheidend sei es zu wissen, wie weit der eigene Kompetenzrahmen reiche.

## Ethanol

Ethanol ist im ganzen Land ein heißes Thema, doch Buffett und Munger mangelt es in diesem Punkt ganz offensichtlich an Begeisterung. Er würde grundsätzlich alles ignorieren, was als „heißes“ Thema deklariert werde, sagte Buffett. Abgesehen davon sei es bei all der staatlichen Unterstützung

gar nicht klar, welche Kapitalrendite eine Ethanolanlage in fünf Jahren erwirtschaften werde. Historisch betrachtet hätte die landwirtschaftliche verarbeitende Industrie keine hohen Kapitalrenditen abgeworfen.

Laut Buffett lautet die zentrale Frage: „Wie kann man einen deutlichen Wettbewerbsvorteil erlangen?“ Wenn man es bei Rohstoffen mit zu vielen Produzenten zu tun habe, würden die Renditen schlecht sein.

Munger gerierte sich sogar als noch größere Spaßbremse. Er vermutet, dass bei der Herstellung von Ethanol mehr fossiler Brennstoff aufgebraucht wird als tatsächlich produziert wird.

In seiner typisch „diplomatischen“ Art befand er: „Ethanol ist ein blöder Weg, ein Energiethema zu lösen.“<sup>5</sup>

## Kürbisse und Mäuse

Jede Anlageklasse, in der viel Bewegung ist, werde früher oder später zum Ziel von Spekulationen, erklärte Buffett. Aktuell sei das bei Kupfer und einer Reihe weiterer Rohstoffe der Fall.

Buffett machte daraufhin ein überraschendes Eingeständnis und informierte die Teilnehmer, dass er seine viel gepriesene Silberposition bereits vor einiger Zeit für einen bescheidenen Gewinn verkauft habe.

Munger steuerte zwei schlaue Sprüche zu der Diskussion bei. Nachdem Buffett eingestanden hatte, sein Silber zu früh abgestoßen zu haben, warf Munger ein: „Es ist eine gute Eigenschaft, die eigenen Fehler hinauszuposaunen und schweigend über die eigenen Erfolge hinwegzugehen.“

Mit Blick auf künftige Spekulationen sagte er: „Wir haben es nicht geschafft, von einem der größten Rohstoffbooms der Geschichte zu profitieren. Was das angeht, werden wir vermutlich auch weiterhin scheitern.“

Bei spekulativen Märkten sei es wie bei Aschenputtel auf dem Ball, fasste Buffett zusammen: Um Mitternacht verwandele sich der ganze Prunk in Kürbisse und Mäuse. Jeder Teilnehmer wolle noch dieses eine Glas Champagner mehr, noch diesen einen Tanz und dann rechtzeitig den Abflug machen. Doch niemand wisse, wie spät es sei, denn an den Wänden würden keine Uhren hängen.

## Fertighäuser

Berkshire hat vor einigen Jahren Clayton Homes übernommen und ist damit zu einem wichtigen Akteur auf dem Markt für Fertighäuser geworden. Seitdem hat das Unternehmen in der Branche weiter expandiert. Die Logik dahinter wurde bei dieser Aktionärsversammlung erklärt.

Bei Kosten von rund 480 Euro pro Quadratmeter würden Fertighäuser einen guten Wert darstellen. Mit 130.000 Einheiten entfielen auf die

Fertighausbranche vergangenes Jahr gerade einmal sechs Prozent aller neugebauten Häuser. In besseren Jahren lag der Marktanteil auch schon einmal bei 20 Prozent.

Nach jahrelangem Fehlverhalten verkaufte die Branche vor fünf Jahren über Bestand. Während Katerstimmung herrschte, musste man sich durch eine ganze Menge „dummer“ Kredite kämpfen. Die Nachwirkungen waren zahlreiche Bankrotte und Engpässe auf den Kapitalmärkten.

Buffett gluckste: „Clayton ist so gut, dass es schwerfällt, die Nummer Zwei auszumachen.“

Es werde zwar noch einige Jahre dauern, aber der Marktanteil von Fertighäusern werde deutlich ansteigen, sagte Munger: „Das liegt klar auf der Hand.“ Die Branche werde auf 200.000 Einheiten oder noch mehr wachsen und Clayton könne durchaus eines Tages als größter Häuserbauer der gesamten USA dastehen, prognostizierte Buffett.

## Blase bei Häusern in Holzleichtbauweise

Dieselben Sünden, die vor fünf Jahren die Fertighausbranche in den Abgrund stürzten, erkennt Munger nun bei den Firmen, die Häuser in Holzleichtbauweise herstellen.

Die Vergabe von Krediten sei völlig außer Kontrolle geraten, sagte Buffett und erzählte mit sichtlichem Interesse, dass einige Kreditgeber aufgelaufene, aber nicht ausgezahlte Zinsen als Einkommen zählen.

Es handele sich hier um einen weiteren Fall von „dummer Kreditvergabe im Zusammenspiel mit korrupter Buchführung“, erklärte Munger, woraufhin Buffett scherzte: „Gerade ist unsere Buchführungsrechnung gestiegen.“

In einigen Märkten an den Küsten seien aus den Daytradern der Internetblase Daytrader von Eigentumswohnungen geworden, sagte Buffett. Er vertritt die Ansicht, dass die Entwicklung der Spekulationsblase umgeschlagen sei und dass eine deutliche Abwärtskorrektur im Gange sei.

## Coca-Cola

Nach Coca-Cola befragt, geriet Buffett ins Schwärmen: Das Unternehmen verkaufe inzwischen jährlich 21 Milliarden Behälter seines Produkts und es werden von Jahr zu Jahr mehr. Mit jedem Jahr wächst Coca-Colas Anteil der weltweit konsumierten Getränke ein kleines bisschen und der Konzern erzielt damit fabelhafte Renditen. Der Vorsteuergewinn liegt bei Sachanlagen bei 100 Prozent.

Setzt Coca-Cola jedes Jahr fünf Prozent mehr ab und wächst die Weltbevölkerung im selben Zeitraum um zwei Prozent, bedeutet das, dass durch immer mehr Kehlen immer mehr Getränke des Unternehmens rinnen. Und so ist es seit 1886.

„Coke war ein großartiges Geschäft und wird es auch weiterhin sein“,

fasste Buffett zusammen. „Wir werden noch in zehn Jahren Coca-Cola-Aktien halten.“

## Versicherungen und Wirbelstürme

Faszinierend anzuhören war es, wie Buffett sich auf das Thema Risiko und Ertrag einließ. Er wies darauf hin, dass Berkshire der weltweit größte Versicherer gegen Mega-Katastrophen ist. Die Preise sind stark gestiegen, doch die Frage dabei ist, ob die Risiken noch stärker gestiegen sind. Was ist wichtiger – die Wirbelstürme der vergangenen 100 Jahre oder die Wirbelstürme der vergangenen zwei Jahre? Die Wassertemperaturen haben sich verändert. Niemand kann genau sagen, was geschehen wird.

An diesem Punkt würden Sie und ich das Thema vermutlich in die „Zu kompliziert“-Kiste einsortieren – nicht jedoch Buffett und Munger. Buffett erklärte seine Megawette: „Wir sind mit vollem Einsatz dabei. Setzen sich die letzten beiden Jahre fort, bekommen wir nicht genug bezahlt. Setzen sich die letzten 100 Jahre jedoch fort, bekommen wir reichlich Geld.“

Anschließend dachte Buffett sogar in noch größeren Zusammenhängen: Wirbelsturm Katrina war ein Ereignis, das insgesamt 60 Milliarden Dollar gekostet hat. Berkshire war daran mit 3,4 Milliarden Dollar beteiligt.

Buffett stellte die Theorie auf, dass es eine Katastrophe geben könnte, die vier Mal so groß wie Katrina wäre, also 250 Milliarden Dollar kosten würde. In einem derartigen Fall wäre Berkshire Buffetts Schätzungen zufolge mit vier Prozent beteiligt, also 10 Milliarden Dollar.

Und deshalb will Buffett, dass die Barreserven immer mindestens 10 Milliarden Dollar betragen. „Wir können größer als alle anderen spielen und trotzdem noch bezahlen“, beteuerte Buffett.

Möglicherweise hatte er das Gefühl, einige Aktionäre seien angesichts derart schwindelerregender Zahlen schockiert, deshalb warf Munger ein: „Warum sollten wir unsere Kapitalstärke nicht nutzen, wenn andere dadurch verängstigt sind?“<sup>6</sup>

## Medien

Lange Zeit war der Mediensektor einer der Bereiche, in die Buffett am liebsten investierte. Heutzutage bietet sich ihm dort eine große Auswahl an Quellen und viele von ihnen sind kostenlos. Parallel dazu ist die Zeit, die den Menschen zum Informationserwerb und zur Unterhaltung bleibt, aber nicht entsprechend mitgewachsen.

Das bedeutet, die ökonomischen Grundlagen der Medien werden sich angesichts eines zunehmenden Wettbewerbs weiter eintrüben. Für Zeitungen, Fernsehsender und Kabelbetreiber wird die Zukunft weniger attraktiv sein, als es die Vergangenheit war.



## Derivate

Buffett gehörte zu den ersten, die vor den Gefahren warnten, die eine weitverbreitete Nutzung von Derivaten mit sich bringen könnte. Er sagte, die genauen Auswirkungen seien schwer abschätzbar, aber seltsame Dinge ließen sich nicht ausschließen – wie 1998 das Debakel rund um Long-Term Capital Management.

In einem faszinierenden Exkurs schilderte Buffett, wie Salomon Brothers 1991 eine halbe Stunde vom Konkurs entfernt gewesen sei. Die Anwälte hätten die Papiere bereits vorbereitet, doch Finanzminister Nick Brady kannte Berkshire und vertraute Warren. In letzter Minute änderte das Finanzministerium also noch seine Haltung. Derivate im Wert von 700 Millionen Dollar hielt Salomon Brothers damals, das hätte absolutes Chaos gegeben.

Derartige Zahlen sind heutzutage natürlich nur Peanuts. Das Derivate-Geschäft sei mittlerweile viel größer, aber auch besser besichert, so Buffett.

## Schwacher Dollar – härtere Landung

Buffett widerspricht den Experten, die eine „weiche Landung“ prognostizieren. Er sei „mehr denn je“ davon überzeugt, mit seiner Einschätzung zum schwachen Dollar richtigzuliegen, und bezeichnete es angesichts der aktuellen Politik als ausgesprochen wahrscheinlich, dass die US-Währung im Laufe der Jahre schwächer werden wird.

Notenbank-Chef Alan Greenspan habe 2002 erklärt, dass man das Leistungsbilanzdefizit eindämmen müsse, erklärte Buffett. Damals betrug es 350 Milliarden Dollar, mittlerweile habe es sich verdoppelt. Die Nettoverschuldung der USA gegenüber dem Rest der Welt belaufe sich auf etwa 3.000 Milliarden Dollar netto.

Buffett sinnierte darüber nach, wie innerhalb eines einzigen Tages (der „Schwarze Montag“ von 1987) Portfolio-Versicherungen einen 22-prozentigen Kursverlust an der Börse auslösten. Ähnlich wie damals würden bei einem künftigen Einbruch die Wechselkursmärkte als Katalysator fungieren, sagte er voraus. Wenn es so weit sei und man die Quittung erhalte, werde das mit ziemlicher Sicherheit eine schmerzhaft Angelegenheit werden. Würden erst einmal die ersten „Es brennt“-Rufe laut werden, werde der Devisenmarkt, wenn alle zur Tür stürzen, ganz vorne mit dabei sein.

## Inflation

Buffett sagte, dass der Verbraucherpreisindex nicht besonders gut zur Messung der Inflation geeignet sei. Zunächst einmal würden bei der „Kerninflation“ Lebensmittel und Energie fehlen. „Kern ist da nicht mehr so

viel“, rief Buffett. Und da beim Verbraucherpreisindex zur Berechnung der Lebenshaltungskosten mit einem Mietäquivalent gearbeitet wird, seien die gestiegenen Wohnkosten nicht abgebildet. Kurzum: Der Verbraucherpreisindex setze die Inflation zu niedrig an.

Inflation finde man dort, wo man danach suche, warf Munger ein. Costco beispielsweise registriere in seiner Warenmischung nahezu gar keine Inflation, sagte Munger, der bei Costco im Board sitzt. LIFO<sup>7</sup>-Korrekturen seien sowohl bei Costco wie auch bei Walmart Peanuts gewesen. Vergleichbare Korrekturen in Industriezweigen wie Schmuck, Teppiche und Stahl dagegen seien gewaltig gewesen.

Eine denkbare Nebenwirkung des schwächeren Dollars könne eine spürbare Inflation sein, sagte Buffett. Für Regierungen sei es verlockend, ihre Schulden abzuwerten, um die Last zu lindern, die im Rahmen der Rückzahlungen anfalle.

## Kosten entgangener Gewinne

Munger fasste dieses Konzept in seiner gewohnten Manier zusammen: „Um Kosten entgangener Gewinne zu messen, nehmen Sie Ihre beste zur Verfügung stehende Gelegenheit und vergleichen sie diese mit allen anderen Optionen.“ Konzentrieren Sie sich auf ihre ein, zwei besten Ideen.

„Deshalb ist die moderne Portfoliotheorie auch so töricht“, hielt er mit seiner Meinung wieder nicht hinter den Berg.

Die besten Möglichkeiten würden sich oftmals mitten in einer Umwälzung eröffnen, sagte Buffett. Es komme darauf an zu kaufen, während die anderen noch gelähmt seien – so beispielsweise im Jahr 1974 Aktien oder im Jahr 2002 Ramschanleihen. Vor einigen Jahren gingen zahlreiche südkoreanische Firmen für das Dreifache des Gewinns weg. Es komme darauf an, der Logik zu folgen und nicht den Emotionen. Anstatt auf die öffentliche Meinung zu achten, müsse man sich darauf konzentrieren, was wichtig und erfassbar sei.

In einem faszinierenden Exkurs warf Buffett ein: „Wann immer Sie am Sonntag einen Anruf bekommen, werden Sie Geld verdienen.“ Diese seltenen Anrufe seien die besten, denn sie seien stets von Verkäufern, die ernsthaft in Not geraten seien.

Wenn man in der Phase der Umwälzung kaufe und im Blick behalte, dass der Markt dazu da sei, einem zu dienen, und nicht dazu, einem etwas beizubringen, könne man nichts verkehrtmachen.

Munger korrigierte seinen Partner: „Der eine oder andere wird doch etwas verkehrtmachen können.“

## Terrorismus – die große Herausforderung

Terrorismus sei „die ultimative Herausforderung der Menschheit“, ein Worst-Case-Problem, sagte Buffett.

Es gebe sechs Milliarden Menschen auf diesem Planeten und es werde immer ein geringer Prozentsatz an Verrückten darunter sein, denen daran gelegen ist, anderen Menschen Schaden zuzufügen. Dank des technologischen Fortschritts seien die wenigen aus dem Gleichgewicht geratenen Personen nun imstande, mehr Schaden denn je anzurichten. Vor 1.000 Jahren hätten sie vielleicht Steine geworfen oder mit Pfeilen geschossen, aber heute wären auch atomare, biologische und chemische Waffen im Spiel.

Die Wahrscheinlichkeit, dass es innerhalb von 60 Jahren keine atomaren Ereignisse gibt, sei praktisch null, so Munger.

Und Buffett ergänzte ernst, wir könnten nichts tun, außer dafür zu sorgen, dass unsere Anführer wachsam bleiben und die Gefahren minimiert werden.

## Geringer Aktienumsatz, weil Aktionäre wie Eigner denken

Buffett zeigte eine Tabelle, auf der zu erkennen war, wie viele Berkshire-Aktien jährlich den Besitzer wechseln. Es war ihm wichtig, zu diesem Thema eine Botschaft zu vermitteln.

Bei Berkshire betrug die Fluktuation 14 Prozent, bei ExxonMobil 76 Prozent, bei General Electric 48 Prozent und bei Walmart 79 Prozent. Berkshire habe unter den Großkonzernen den geringsten Aktienumsatz, erklärte Buffett. Das habe damit zu tun, dass Berkshires Aktionäre wie Anteilseigner denken.

- 1 Wir fragen uns: Ist es vielleicht ein Zusatznutzen des Geschäfts, dass Berkshire künftig Geld in das hervorragende Managementteam bei Wertheimer investieren kann?
- 2 Buffett deutet also an, dass er es für wahrscheinlich hält, dass Berkshire während der nächsten drei Jahre 30 Milliarden bis 60 Milliarden Dollar investieren kann. Wie? Wir sehen mindestens drei große Möglichkeiten: mehr internationale Zukäufe, Übernahmen von Versorgerbetrieben und Buffetts Steckenpferd – Schnäppchenjagd in Zeiten der Katastrophe.
- 3 Anders als noch vor 20 Jahren verfügt Buffett nun über einen großen Pool an Management-Talenten und über ein erstklassiges Board. Deshalb bereitet uns dieses Thema auch keine schlaflosen Nächte.
- 4 Daher auch unser Mantra: Gute Besitzverhältnisse fördern eine gute Verwaltung.
- 5 Laut Renewable Fuels Association gibt es 101 Ethanolwerke in den USA, weitere 32 seien im Bau. Geschätzte 20 Prozent der Maisernte enden mittlerweile in der Herstellung von Ethanol. In sehr naher Zukunft werden drei Ethanolproduzenten an die Börse gehen.
- 6 Einige zusätzliche Gedanken: Berkshires Float beträgt 48 Milliarden bis 49 Milliarden Dollar, was etwa zehn Prozent des Geschäfts mit Sach- und Unfallversicherungen ausmacht. Doch als die von Hurrikan Katrina verursachten

Schäden zusammengerechnet wurden, kam Berkshire auf gerade einmal 3,4 Milliarden Dollar Anteil an der 60 Milliarden Dollar teuren Naturkatastrophe. Das sind nur 5,7 Prozent. In seinem Szenario für eine Monster-Katastrophe geht Buffett sogar nur von 4 Prozent der Gesamtverluste aus. Wie kann Buffett „mit vollem Einsatz“ dabei sein und dennoch Berkshire prozentual so viel weniger in Mitleidenschaft gezogen sein als die Branche insgesamt? Kluge Köpfe, nicht wahr?

7 Anm. d. Übers.: „Last in, first out“, ein Verfahren zur Bestandsbewertung.



# 2007

**VERANSTALTUNGSORT** Qwest Center

**TEILNEHMERZAHL** 27.000

**EINZELHEITEN ZU DIESEM JAHR**

- Die Aufzeichnungen stammen dieses Jahr ausschließlich von Corey. Daniel war andernorts in Sachen Bildung unterwegs: Er besuchte die Abschlussfeier seines Sohns John an der Iowa State University.

**RANG IM FORTUNE 500** 12

**AKTIENKURS** 110.089 Dollar

Heutiger Wert eines 1964 investierten Dollar: **8.900 Dollar** Berkshires  
Buchwert pro Aktie ist von 19,46 Dollar auf **78.008 Dollar** (ein Zuwachs  
von durchschnittlich **21,1 Prozent** pro Jahr) gestiegen. Der S&P 500  
legte im selben Zeitraum um durchschnittlich **10,4 Prozent** pro Jahr zu.

# HÖHEPUNKTE AUS DEN NOTIZEN FÜR 2007

---

## Gutes erstes Quartal

Buffett verkündete, dass das erste Quartal von Berkshire gut gelaufen sei (der Nettogewinn betrug 2,6 Milliarden Dollar, was 1.682 Dollar pro A-Aktie entspricht).

Er erklärte, die Gewinne aus dem Versicherungsgeschäft würden mit etwas Verzögerung sinken. Nach einer außergewöhnlichen Phase ohne größere Katastrophen haben die Versicherer gewaltige Gewinne eingefahren. Aufgrund des Konkurrenzdrucks sind die Versicherungsprämien allerdings gesunken, was bedeutet, dass die Gewinne der Versicherer nachziehen werden. Berkshire werde Verluste erleiden, komme es zu Wirbelstürmen, warnte Buffett. Insofern solle man die Gewinne aus dem Vorjahr als Ausgleich für künftige Verluste erachten.

Den Unternehmensteilen, die nicht zum Versicherungsgeschäft gehören, gehe es größtenteils gut, sagte Buffett. Ausnahmen wären Firmen aus dem Wohnungs- und Baugewerbe wie Shaw und Acme Brick, denen die Verlangsamung des Hausbaumarkts stark zugesetzt habe. Die Schwäche in diesem Segment könne noch eine ganze Weile andauern, sagte Buffett voraus.

Insgesamt sei er der Meinung, seine Manager würden weiterhin sensationelle Arbeit leisten. Voller Stolz erklärte er: „Kein anderes Unternehmen hat bessere Manager und Aktionäre.“

## Berkshires Suche nach einem CIO

Mächtig Aufregung hat eine Ankündigung von Buffett im Jahresbericht verursacht: Er erklärte, einen Investmentmanager zu suchen, der seine Nachfolge antreten könne. Er wolle jemanden, der nicht nur aus dem Geschehenen lernen, sondern der sich auch Situationen vorstellen könne, die sich noch nie zugetragen haben. Das gelte insbesondere mit Blick auf Risiken.

Bislang seien ungefähr 700 Bewerbungen eingegangen, darunter auch von einem Mann, der seinen vier Jahre alten Sohn für den Posten vorschlage, sagte Buffett. Er schilderte, wie er 1969 ein ähnliches Unterfangen anging.

Damals beendete er die Buffett Partnership und musste seinen Anlegern eine Empfehlung abgeben, wohin sie mit ihrem ganzen Geld gehen sollten.

Er entschied sich für Charlie Munger, Sandy Gottesman und Bill Ruane. Charlie war nicht an weiteren Partnern interessiert, Sandy übernahm einige Klienten und hat sehr gute Arbeit für sie geleistet. Bill Ruane legte einen eigenen Investmentfonds auf (den Sequoia Fund), der sich ebenfalls sehr gut entwickelt hat.

## Verwaltung: Köpfchen plus Vorsicht

Als Buffett später etwas zu einem Managed-Futures-Fonds gefragt wurde, erklärte er, nicht die Investmentstruktur sei es, die einem Möglichkeiten eröffne: „Es ist Köpfchen, das für Möglichkeiten sorgt.“

Parallel dazu äußerte Buffett auf dem Treffen wiederholt Besorgnis darüber, dass einige sehr kluge Leute sehr viel Geld verloren hätten. Das Problem sei, dass jede beliebige Zahl mal null genommen null ergebe. Egal, wie gut man in allen Jahren davor abgeschlossen habe, ein einziges Jahr mit einer null und alles sei vorbei.

Charlie und er hätten wiederholt Leute gesehen, die pleitegingen oder fast pleitegingen, weil sie 99 gute Entscheidungen trafen, sich dann aber mit der hundertsten das Genick brachen.<sup>1</sup>

## Derivate und der „Crowded Trade“

Derivate würden dafür sorgen, dass im System unsichtbare Hebelwirkungen entstehen, außerdem sei aufgrund der Derivate eine Regulierung der Margenerfordernisse zur Laichnummer geworden, sagte Buffett.

Möglicherweise werden wir nicht wissen, wann Derivate zu einer Super-Gefahr werden oder wann genau das Ende gekommen ist. Er jedenfalls glaube, es werde so immer weitergehen, bis es irgendwann zu sehr unschönen Ereignissen komme, sagte Buffett. Er führte den 19. Oktober 1987 als Beispiel dafür an, was geschehen könne, wenn es zu Zwangsverkäufen komme. Damals, am berühmt-berüchtigten „Schwarzen Montag“, büßte der Dow Jones Average an einem einzigen Tag 23 Prozent an Wert ein.

Angetrieben wurde das Ganze durch eine Absicherungsstrategie, die ein purer Witz war. Es handelte sich um ein Bündel Stop-Loss-Order, die aber automatisch abliefen. Das Konzept wurde massiv beworben und viele Leute bezahlten sehr viel Geld dafür, dass man ihnen beibrachte, wie man eine Stop-Loss-Order erstellt. Arbeiten viele Institutionen auf diese Weise, ist das, als gieße man Benzin ins Feuer. Es entstand eine Art Weltuntergangsmaschine, die verkaufte und verkaufte und verkaufte.

Heute könne dasselbe passieren, denn man habe es mit Fondsbetreibern zu tun, die mit Milliarden Dollar jonglieren. In Summe spräche man über Tausende Milliarden Dollar und sie alle würden auf ein und denselben

Anreiz reagieren. Es handele sich um einen „Crowded Trade“ (eine Massenspekulation), aber das wüssten sie nicht. Alle verkaufen aus denselben Gründen und eines Tages werde das zu einer höchst chaotischen Lage führen.

Was könnte der Auslöser sein und wann könnte es so weit sein? Das kann niemand sagen. Wer hätte schon gedacht, dass die Ermordung eines Erzherzogs den Ersten Weltkrieg auslösen würde?

Munger erklärte, die gewaltigen Defizite in der Bilanzierung würden zum Risiko beitragen. Wer gewaltige Boni für Gewinne erhält, die nicht existieren, macht einfach so weiter. Das Aufhören falle auch deshalb so schwer, weil die meisten Buchprüfer nicht erkennen würden, wie dumm sie sich verhalten.

Eine Person aus dem Auditorium erwiderte, die Bilanzierung sei besser, weil die Posten eine Marktbewertung haben und fragte Munger: „Wollen Sie keine Echtzeitinformationen?“

Munger erwiderte, wenn man nach Marktpreis bewerten und dadurch einen Gewinn in beliebiger Höhe melden könne, führe das dazu, dass die Menschen ein entsetzliches Verhalten an den Tag legen. Darauf erwiderte die Person: „Sie verstehen einfach nichts von Bilanzierung.“

Buffett warf ein, dass Berkshire, als es die Derivate-Position von General Re schloss, 400 Millionen Dollar Verlust einfuhr – bei einem Portfolio, das der vorigen Geschäftsführung und den vorigen Buchprüfern zufolge nach Marktpreis bewertet war. Er wünschte, er hätte die Posten stattdessen an die Buchprüfer verkaufen können, witzelte Buffett.

„So sicher, wie Gott kleine grüne Äpfel erschaffen hat, wird das zu sehr viel Ärger führen“, schloss Munger. „Das Ganze wird immer weitergehen, aber irgendwann wird sich alles in Luft auflösen.“

## Die elektronische Herde

Zum Risiko eines „Crowded Trade“ trägt bei, dass immer beliebter wird, was Buffett als „elektronische Herde“ bezeichnet.

Der prozentuale Anteil der Wertpapiere, die sich mit einem Knopfdruck verkaufen lassen, sei kräftig angestiegen, erklärte Buffett. An und für sich sei daran nichts Böses, aber es handele sich um ein anderes Spiel und das habe Folgen. Versuche man, die anderen Tag für Tag aufs Neue zu schlagen, versuche man auch, den Knopf schneller und schneller zu drücken.

Als Charlie und er bei Salomon waren, hätten sie über Fünf- oder Sechs-Sigma-Ereignisse<sup>2</sup> gesprochen, aber das besage überhaupt nichts, wenn man über echte Märkte und menschliches Verhalten spreche, so Buffett. Man solle sich nur ansehen, was 1998 und 2002 geschehen sei. So etwas geschehe, wenn die Menschen jeden Tag aufs Neue versuchen würden, den Markt zu schlagen.



# Kreditklemmen

Wir hätten bereits in der Vergangenheit große Kreditklemmen erlebt, so Buffett, eine 2002 während der Junk-Bond-Krise und eine 1974 bei Wertpapieren. Er glaube nicht, dass es zu einer Kreditklemme kommen werde, wenn die Fed auf die Bremse trete. Er halte es vielmehr für wahrscheinlicher, dass ein exogenes Ereignis das System schockiere. Das wiederum werde eine gewaltige Ausweitung der Kreditspreads und eine Verbilligung der Wertpapiere nach sich ziehen, so Buffett. Für Berkshire wäre ein derartiges Szenario gut, denn das Unternehmen verfüge über die Mittel, aus solch einem Ereignis Kapital schlagen zu können.

Sei es früher zu Kreditknappheit gekommen, hätte es *kein* Geld gegeben, sinnierte Buffett über die alten Zeiten. Er erzählte, wie er vor 30, 40 Jahren versuchte, in Chicago eine Bank zu kaufen. Die einzigen Leute, die bereit gewesen waren, Berkshire Geld zu leihen, saßen in Kuwait und vergaben Kredite nur in Dinar. *Das* war mal eine Kreditklemme!

Er zitierte aus dem Buch *The Defining Moment: FDR's Hundred Days and the Triumph of Hope* von Jonathan Alter. Darin wird beschrieben, wie die USA am Rande des Abgrunds standen und wie es Franklin D. Roosevelt gelang, Gesetze genauso schnell verabschieden zu lassen, wie er sie eingebracht hatte. In diesem Fall war das eine gute Sache, denn zu diesem Zeitpunkt wurden Banken geschlossen und die Menschen handelten mit Interimsscheinen.

Er könne sich nicht vorstellen, dass die Fed vorsätzlich eine Kreditklemme herbeiführe, sagte Buffett, wies aber darauf hin, dass die Pleite von Long-Term Capital Management 1998 die Weltmärkte in Mitleidenschaft gezogen hatte. Selbst beim allersichersten aller Instrumente seien die Menschen in Panik geraten.

„Die Geschichte wiederholt sich nicht, aber sie reimt sich“, schloss Buffett. „Wir werden etwas haben, das sich reimt.“

## Der Rückgang des Dollar

Sofern es nicht zu einem grundlegenden Wandel komme, werde der Dollar mit der Zeit gegenüber den meisten großen Währungen abwerten, prognostizierte Buffett.

Der Carry Trade hat es zu einer kostspieligen Angelegenheit gemacht, Fremdwährungen direkt zu besitzen – das Volumen von Buffetts Devisentermingeschäften belief sich zwischenzeitlich auf über 20 Milliarden Dollar. Deshalb hat Buffett sich darauf verlegt, Firmen zu kaufen, die sehr viel Geld in Fremdwährungen verdienen.

Trotzdem führt Berkshire in seinem Portfolio Positionen in ausländischen Unternehmen. Im Jahresbericht 2007 waren das Petro China, POSCO und Tesco. Hinzukommen amerikanische Unternehmen, die weltweit aktiv sind.

Er würde immer Coca-Cola-Anteile halten, egal, ob das Unternehmen nun in den USA oder in Amsterdam seinen Sitz habe, so Buffett.

Er räumte ein, dass Berkshire außerhalb der USA nicht besonders bekannt ist. Das ändere sich allerdings, seit Eitan Wertheimer (CEO von ISCAR) zu Berkshire gestoßen sei. Wertheimer fokussiere sich darauf, Berkshire im Ausland bekannter zu machen. Buffett beteuerte gegenüber den Aktionären, dass er die ganze Welt auf seinem Radarschirm habe und hoffe, Berkshire werde künftig auf dem Radarschirm der Welt auftauchen.

Für die Welt, mit der wir es zu tun haben, sei Berkshire ziemlich gut aufgestellt, was seine Unternehmen angehe, sagte Buffett. Man könne zwar nicht wissen, wer die absoluten Sieger sein würden, aber ein beträchtlicher Anteil werde gut abschneiden.

Wenn er Unternehmen kaufe, verschwende er nicht allzu viele Gedanken an globale Trends, sagte Buffett. Worüber er allerdings nachdenke, sei die Frage, ob ein Unternehmen Konkurrenz aus dem Ausland ausgesetzt sei, ob es einen hohen Arbeitsanteil habe und/oder ob es Produkte herstelle, die sich importieren lassen.

Er verwies darauf, dass, während der Euro von 83 Cent zum Dollar auf 1,35 Dollar geklettert sei, der Ölpreis von 30 auf 60 Dollar pro Fass stieg. Das bedeute, für Europäer sei Öl nur 25 Prozent teurer geworden, während der Preisanstieg für Amerikaner 100 Prozent betrage.

Es sei leicht, sich an seine eigene Währung zu ketten, schloss Buffett und machte noch auf Folgendes neugierig: Berkshire halte eine Währungsposition, die uns alle überraschen werde, wenn wir im kommenden Jahr davon hören.

## Chaos auf dem Subprime-Markt

Wir haben unsere sehr große Besorgnis zum Ausdruck gebracht, was den Zusammenbruch auf dem Markt für Hypotheken mit schlechter Bonität (Subprime) angeht.

Buffett hingegen erklärte, er glaube nicht, dass dies „ein großer Mühlstein für die Wirtschaft“ sein werde. Nur dieser Faktor allein werde in der Volkswirtschaft keine größeren Dinge anstoßen, sofern nicht noch die Arbeitslosigkeit zunimmt oder die Zinsen steigen.

Das bedeutet allerdings nicht, dass sich Buffett nicht an dem stört, was geschehen ist. Es sei eine „dumme Kreditvergabepolitik“, einen hohen Prozentsatz an Krediten zu vergeben, bei denen die Leute am Anfang minimale Zahlungen leisten und hoffen, dies später mit höheren Zahlungen wettmachen zu können. Wer jetzt nur 20, 30 Prozent einer vollen Rate begleichen kann, wird später kaum in der Lage sein, 110 Prozent bezahlen zu können.

Bei der Wette ging es eigentlich darum, dass die Häuserpreise weiter

steigen würden. Nachdem dies nun nicht mehr der Fall sei, sei die Not groß. Das gelte vor allem an den Küsten.

Munger warf ein, die Sünden und Torheiten hätten vor allem mit Bilanzprüfern zu tun, die es erlauben, dass Kreditgeber Gewinne unter Umständen verbuchen, bei denen jeder Mensch mit gesundem Menschenverstand abwinken würde. Wenn die Bilanzprüfer bei der Arbeit pennen, kommt es zu gewaltigen Torheiten.

Es werde mindestens einige Jahre dauern, bevor sich der Immobilienmarkt erholt. Wer darauf gebaut hatte, sich auf dem Häusermarkt nach oben zu „flippen“<sup>3</sup>, erlebe jetzt sein blaues Wunder.

## Managergehälter

Zwar gab es einige erstaunliche Fälle, in denen Managern unfassbare Gehälter gezahlt wurden, aber laut Buffett liegt das eigentliche Problem ganz woanders – wenn man nämlich statt des falschen Vergütungssystems den falschen Manager habe. Ein großes Unternehmen zu leiten, sei eine ausgesprochen schwierige Sache, insofern sei es viel schlimmer, die falsche Person an der Unternehmensspitze stehen zu haben.

Buffett wiederholte, was er bereits in vergangenen Jahren gesagt hatte: Hinter dem Irrsinn bei den Gehältern stehe in erster Linie nicht Gier, sondern Neid. Wenn jemand 2 Millionen Dollar bekommt, ist er möglicherweise zufrieden, bis er entdeckt, dass jemand anderes 2,1 Millionen Dollar bekommt.

Darüber hinaus wissen die Abfindungsberater, dass sie eine Empfehlung des CEO benötigen, um auch in Zukunft Kundschaft zu haben. Insofern hätten sie gar kein Interesse daran, die Preise zu drücken, wenn es um Abfindungen geht. Und wenn das Board nicht entschieden verhandelt, gibt es im Grunde niemanden, der für die Aktionäre spricht. Unter diesen Umständen sei es kein gerechter Kampf, schloss Buffett.

## Board of Directors

Die wichtigste Aufgabe des Boards sei es, den richtigen CEO auszuwählen, erklärte Buffett. Die zweitwichtigste Aufgabe sei es, den CEO daran zu hindern, sich zu verheben. Das sei oftmals bei Übernahmen der Fall. Meistens manipulierte der CEO die Karten, bevor er die Transaktion vorstellt, und lege das Hauptaugenmerk vor allem darauf, welchen Wert man hinzugewinne. Nur selten werde gründlich durchdacht, wie viel Wert man weggebe.

Buffett nahm sich selbst als Beispiel. Es sei dumm gewesen, zwei Prozent von Berkshire für den Kauf des Schuhherstellers Dexter wegzugeben. Das gelte umso mehr, wenn man bedenke, was zwei Prozent von Berkshire heutzutage wert seien.

Bei Berkshire hat Buffett ein herausragendes Board zusammengestellt und er ermutigt die Menschen, wie Eigentümer zu denken. Jeder im Berkshire-Board halte viele Berkshire-Aktien, insofern seien die Board-Mitglieder in derselben Lage wie die Aktionäre. Sie hätten keine D&O-Versicherung und sie hätten die Aktien auf dem freien Markt erworben. Es ist ein mit echten Eigentümern gefülltes Board.<sup>4</sup>

## Bescheidene Erwartungen

Mit der Prognose, die Buffett 1999 in seinem Artikel für das *Fortune-Magazin* abgab, lag er genau richtig: Nachdem die Markttrenditen in den 1980er- und 1990er-Jahren 17 Jahre lang überdurchschnittlich gut ausfielen, würden die Gewinne nun deutlich bescheidener ausfallen, hatte er vorhergesagt.

Würde er den Artikel heute schreiben, ginge er davon aus, dass Aktien prozentual besser abschneiden als US-Bundesanleihen – die 4,75 Prozent abwerfen. Das bedeute nicht zwingend hohe Erwartungen an die Wertpapiere, aber oberhalb der Anleihen sollten sie in jedem Fall liegen. Was er an Staatsanleihen besitzt, steckt zu 100 Prozent in Anleihen mit kurzer Laufzeit.<sup>5</sup>

Buffett hat seinen Worten ganz eindeutig Taten folgen lassen. Der Anteil, den Aktien in Berkshires Investment-Portfolio ausmachen, ist während der vergangenen 15 Monate von 41 auf 51 Prozent gestiegen.

Munger fasste zusammen, dass Warren 1999 mit seiner Aussage recht gehabt habe, man werde fortan mit Wertpapieren nur sehr magere Erfolgserlebnisse haben. Insofern gehe er davon aus, dass Warren auch mit der Einschätzung richtigliegen werde, man solle jetzt besser nur bescheidene Erwartungen haben.

## Unternehmensgewinne

US-Firmen haben mit Rekordmargen Rekordgewinne eingefahren.

Er sei verblüfft, sagte Buffett. Während der vergangenen 75 Jahre seien die Unternehmensgewinne gemessen als prozentualer Anteil am BIP nur an zwei, drei Jahren höher gewesen. Historisch betrachtet komme es zu einer Reaktion, beispielsweise einer Anhebung der Steuern, wenn die Unternehmensgewinne ein Niveau von um die acht Prozent vom BIP erreichen.

Es sei erstaunlich, wenn in einer Welt, in der Unternehmensanleihen vier bis fünf Prozent abwerfen, jede Menge Unternehmen 20 Prozent Eigenkapitalrendite erzielen. Er vermute, dass deswegen der Kongress aktiv werden wird. Amerikas Wirtschaft lebe in einer fantastischen Zeit, aber die Geschichte lehre, dass dies nicht nachhaltig sein könne, schloss Buffett.

Munger merkte an, dass die extreme Ausweitung der Verbraucherkredite eine Rolle gespielt habe. Es seien sehr hohe Gewinne an Banken und

Investmentbanken geflossen. Andere Länder mit extrem vielen Verbraucherkrediten, beispielsweise Südkorea, hätten schlimme Konsequenzen tragen müssen. Es sei aus seiner Sicht kein guter Zeitpunkt, um aufs Ganze zu gehen.

Buffett warf ein, dass die Pleite in Südkorea einige der günstigsten Aktienkurse mit sich gebracht habe, die er je gesehen hat.

## Blase im Private-Equity-Bereich

Anders als bei anderen Blasen rechnet Buffett hier nicht mit einem baldigen Platzen. Vielmehr könne es passieren, dass die Blase im Verlauf der nächsten Jahre langsam an Luft verliert.

Da das Geld für fünf oder zehn Jahre geparkt ist, könnten die Menschen, selbst wenn sie es denn wollten, nicht panikartig die Flucht antreten. Wahrscheinlicher sei eine schrittweise Verlangsamung, insbesondere dann, wenn der Spread zwischen Hochzinsanleihen und sicheren Anleihen zunimmt.<sup>6</sup>

Ein weiterer Faktor für den Boom: Hat man einen 20 Milliarden Dollar schweren Fonds und kassiert zwei Prozent Gebühren, verdient man pro Jahr 400 Millionen Dollar an Gebühren. Aber bis der erste nicht investiert ist, kann man keinen weiteren Fonds auflegen, insofern ist der Druck groß, in all diese Fonds rasch zu investieren, sodass man damit anfangen kann, Gelder für den nächsten Fonds einzusammeln.

Gegen diese Käufer könne sich Berkshire nicht durchsetzen, räumte Buffett ein und sagte, es könne noch einige Zeit vergehen, bevor die Ernüchterung einsetzt.

Habe man erst einmal einen Zustand völliger Abscheu erreicht, könnten derartige Dinge bis in alle Ewigkeit so weitergehen, sagte Munger, woraufhin Buffett einwarf: „Sie hörten die Stimme des absoluten Optimismus.“

## Zeitungen

Um zu erklären, wie das Schicksal der Zeitungsbranche auf lange Sicht aussehen wird, entwarf Buffett ein großartiges Bild: Angenommen, Johannes Gutenberg wäre Daytrader oder Hedgefonds-Manager gewesen und der moderne Buchdruck wäre niemals erfunden worden: Irgendwann wären das Internet und das Kabelfernsehen gekommen. Stellen wir uns weiter vor, jemand hätte nun die Idee gehabt, Bäume zu fällen und für viel Geld Druckerpressen und Lkw-Flotten zu kaufen. Und warum? Damit die Leute bedrucktes Papier bekommen, auf dem sie lesen können, was gestern passiert ist.

Das wäre niemals passiert.

Nun waren Zeitungen zufälligerweise als erstes da, insofern haben sie einen gewissen Vorsprung, aber den Abstieg wird man nicht mehr umkehren

können. Die Gewinne bei den *Buffalo News* liegen 40 Prozent unter ihrem Höchststand, sagte Buffett. Auf ähnliche Weise hat der Umstieg auf die digitale Welt World Book Encyclopedia dezimiert. Die Stückzahlen dort sind von 300.000 auf 22.000 eingebrochen.

## Glücksspiel ist Besteuerung der Ignoranz

Die Menschen würden nun mal einfach gerne spielen, sagte Buffett. Und je mehr Staaten das Glücksspiel legalisieren, desto einfacher wird es den Menschen gemacht.

Er erklärte, er habe einen Glücksspielautomaten in seinem Haus stehen und habe seinen Kindern eine wertvolle Lektion damit erteilt. Er gab seinen Kindern so viel Taschengeld, wie sie haben wollten, und spätestens am Abend hatte er alles wieder zurück. Sein Automat habe eine grausame Ausschüttungsquote, witzelte er.

Glücksspiel sei in erster Linie eine Besteuerung der Ignoranz, so Buffett. Letztlich würden viele besteuert, die es sich am allerwenigsten leisten können zu bezahlen, während die Steuerlast jener, die nicht spielen, gesenkt wird.

Er finde es widerwärtig, wenn eine Regierung ihre Bürger ausnehme, anstatt ihnen zu dienen. Eine Regierung sollte es den Menschen nicht leicht machen, ihren Sozialleistungsscheck zu nehmen und das Geld an einem Automaten zu verspielen. Mit der Zeit könnte das Glücksspiel zudem andere negative Entwicklungen in der Gesellschaft fördern.

## Unternehmen kaufen

Buffett bevorzugt großartige Unternehmen – seiner Definition nach Firmen, die lange eine hohe Kapitelrendite erzielt haben –, bei denen die Geschäftsführung seiner Einschätzung nach die Aktionäre korrekt behandelt.

Idealerweise kauft Buffett diese Unternehmen zu 40 Cent pro Dollar, aber für ein wirklich großartiges Unternehmen bezahlt er auch eine Summe, die dichter an einem Dollar liegt.

Diese Sicherheitsspanne bedeute, man bekommt mehr Wert als das, was man bezahlt, warf Munger ein. Man habe es hier mit angewandter Highschool-Algebra zu tun, allerdings gebe es nicht *die eine* mechanische Formel, mit der sich der faire Wert und die Sicherheitsspanne berechnen lasse, stattdessen müsse man eine ganze Reihe Berechnungen anstellen. So dauere es auch seine Zeit, bis man gut darin sei. Man werde genauso wenig rasch ein großartiger Investor, wie man auf die Schnelle zum Spezialisten für Knochentumore werde.

Er habe kein System, das es ihm erlaubt, den korrekten Wert aller Unternehmen zu schätzen. Tatsächlich lege er fast alle Fälle auf dem „Zu schwierig“-Stapel ab und durchforste die wenigen einfachen Fälle.

Buffett verdeutlichte das mit einem Beispiel: Angenommen, Sie wollen einen Bauernhof kaufen und haben sich ausgerechnet, dass Sie als Eigner 70 Dollar pro Morgen verdienen können. Wieviel Geld werden Sie also für die Farm bezahlen?

Planen Sie mit sieben Prozent Rendite, würden Sie 1.000 Dollar pro Morgen bezahlen. Verlangt der Verkäufer 800 Dollar pro Morgen, kaufen Sie, beträgt der Kaufpreis 1.200 Dollar pro Morgen, kaufen Sie nicht.

Diese Entscheidung würden Sie nicht davon abhängig machen, was Sie vielleicht im Fernsehen gesehen haben oder was ein Freund gesagt hat. Sie würden vielmehr Ihre Hausaufgaben selber erledigen. Ganz genauso ist es bei Aktien.

Entscheidend ist laut Buffett die Fähigkeit, Barmittel zu generieren und sie wieder investieren zu können. Berkshires Wert bestehe in der Fähigkeit, Barmittel zu generieren. Darüber hinaus sei es wichtig zu verstehen, in welcher Konkurrenzsituation sich das Unternehmen befindet und wie es um seine Dynamik bestellt ist. Außerdem müsse man in die Zukunft blicken können.

Wenn Sie darüber nachdenken, 900.000 Dollar oder 1,3 Millionen Dollar für ein McDonald's-Restaurant auszugeben, sollten Sie besser auch darüber nachdenken, ob die Leute auch künftig noch Hamburger essen wollen und ob McDonald's den Franchisevertrag ändern könnte.

In den vergangenen Jahren hat Buffett gelehrt, man müsse über jedes Unternehmen, das einem gehört, die ein, zwei entscheidenden Faktoren wissen. Dieses Jahr erzählte er von seinem Einstieg bei USAir, einer Fluggesellschaft mit Kosten pro Sitzmeile (CASM) von zwölf US-Cent, einem hohen Wert. Problematisch sei es geworden, als Southwest mit einem CASM von acht Cent auf der Bildfläche erschien. Bei der Bewertung von Öl- und Gasmanagern sollte Buffett zufolge die zentrale Variable darin bestehen, die Kosten zu ermitteln.

Und schließlich betonte er noch, wie wichtig es sei, innerhalb seines Kompetenzrahmens zu bleiben. Ein Großteil seines Erfolgs sei darauf zurückzuführen, dass er wisse, wie er 30 Zentimeter hohe Hürden erkennen und überwinden kann, und dass er wisse, wie er zwei Meter hohe Hürden erkennen und vermeiden kann.

## Die Lernmaschine

Oft hat Munger Buffetts unersättlichen Durst nach Wissen thematisiert. Er nennt ihn eine „Lernmaschine“. Buffett stimmte zu: Er lese alles, was ihm in die Hände falle, und empfiehlt auch guten Investoren, so viel zu lesen, wie sie nur können.

Im Alter von zehn Jahren habe er sämtliche Bücher in der öffentlichen Bibliothek von Omaha zum Thema Investieren gelesen, manche sogar zweimal! Füttern Sie Ihren Geist mit widersprüchlichen Ideen und schauen



Sie, was Ihrer Meinung nach Sinn ergibt.

Dann gilt es, irgendwann ins kalte Wasser zu springen. Nehmen Sie eine kleinere Summe und tun Sie es. Auf Papier zu investieren, sei so, als lese man eine Romanze, anstatt etwas anderes zu unternehmen, witzelte Buffett.

Munger erzählte, dass Sandy Gottesman, der bei Berkshire im Board sitzt und mit First Manhattan selbst ein großes, erfolgreiches Investmentunternehmen führt, bei Bewerbungsgesprächen sein Gegenüber fragt: „Was besitzen Sie und warum besitzen Sie es?“ Erweisen Sie sich als nicht interessiert daran genug, um etwas selbst zu besitzen, dann wird er Ihnen sagen, Sie sollten sich ein anderes Betätigungsfeld suchen.

Er und Charlie hätten auf ganz unterschiedliche Art und Weise Geld gemacht und darunter seien auch einige Wege, die vor 40 Jahren niemand hätte voraussehen können, sagte Buffett. Es gehe weniger darum, einen festumgrenzten Streckenplan zu besitzen, als vielmehr einen Pool an Denkansätzen und Erfahrungen, den man sich aufgebaut hat, indem man sich Märkte an unterschiedlichen Orten, unterschiedliche Anlageklassen und so weiter näher angesehen hat.

Ein guter Ort sei einer mit wenigen anderen Akteuren. RTC, die Resolution Trust Corporation, sei ein ausgezeichnetes Beispiel für eine Möglichkeit, angesichts von vergleichsweise wenigen konkurrierenden Akteuren viel Geld zu verdienen. Es gab einen Verkäufer (die Regierung) mit Immobilien im Wert hunderter Milliarden Dollar und ohne eigenes Investment, der das Geschäft rasch abgeschlossen haben wollte. Gleichzeitig hätten viele Käufer kein Geld, weil sie sich die Finger verbrannt hatten.<sup>7</sup>

Er habe im Alter von 19 Jahren *Intelligent investieren* gelesen, erklärte Buffett. Heute sei er 76 Jahre alt, aber es würden bei ihm noch immer die Gedankenprozesse ablaufen, die er mit 19 durch das Buch gelernt habe.

Buffett riss ein interessantes Thema an, als er sagte, man müsse sich so aufstellen, dass man nicht viel Geld verliere. Seine besten Ideen hätten nicht besser als die besten Ideen anderer abgeschnitten, aber er habe mit seinen schlechtesten Ideen deutlich weniger verloren.

## Kommentare zu Risiken

In der modernen Portfoliotheorie ist Beta die Maßeinheit für Volatilität und die wiederum gilt als Maßstab für ein Risiko. Je höher das Beta, desto größer das Risiko – zumindest in der Theorie. Buffett vertritt eine andere Meinung. Er sagt, Volatilität messe das Risiko *nicht*. Beta sei ja schön und gut und mathematisch korrekt, aber dennoch falsch.

So fiel vor einigen Jahrzehnten der Preis für Agrarland in Nebraska von 2.000 auf 600 Dollar für einen Morgen. Der Theorie zufolge müsste das Beta von Farmen deutlich angestiegen sein und man müsste ein deutlich größeres Risiko eingehen, wenn man das Land (wie Buffett) für 600 Dollar kaufte



anstatt für 2.000 Dollar pro Morgen.

Das ist natürlich Unsinn, aber Aktien werden nun einmal gehandelt und die Mathematiker finden es toll, wenn ihre Computer all diese Kurszuckungen in Modellen abbilden.

„Das Konzept der Volatilität ist nützlich für Menschen im Lehrbetrieb, aber für uns ist es nutzlos“, schloss Buffett. Das wahre Risiko liegt seiner Meinung nach im Wesen bestimmter geschäftlicher Unternehmungen, in den simplen wirtschaftlichen Aspekten des Geschäfts und in der Gefahr, dass man nicht wisse, was man tue. Wer die wirtschaftlichen Aspekte begreife und Menschenkenntnis habe, gehe kein allzu großes Risiko ein.

So sei er etwa bereit, in einer einzelnen Katastrophe 6 Milliarden Dollar zu verlieren, doch das ändere nichts daran, dass Berkshires Versicherungsgeschäft auf lange Sicht nicht risikobehaftet ist. Mit der Zeit würden die Wahrscheinlichkeiten spürbar werden. Wer ein Rouletterad besitze, müsse halt gelegentlich den 35-fachen Einsatz auszahlen, aber das sei okay. Er würde gerne eine Menge Rouletteräder besitzen.

Munger gab seinen Senf dazu: „Mindestens 50 Prozent von dem, was gelehrt wird, ist dummes Zeug, aber diese Leute verfügen über einen sehr hohen IQ. Wir haben sehr früh gelernt, dass sehr clevere Leute sehr dumme Dinge tun. Wir wollten wissen, warum das so ist und um wen es sich handelt, damit wir einen Bogen um sie machen können.“

## Ethanol

Beim Thema Ethanol warf Munger in seiner gewohnt „diplomatischen“ Art ein: „Die Idee, Fahrzeuge mit Mais fahren zu lassen, ist wohl eine der dümsten Ideen, von denen ich je gehört habe. Stehen Regierungen unter Druck, neigen sie dazu, verrückte Dinge zu tun, aber das zählt zu den dümsten Dingen überhaupt. Man erhöht die Preise für Lebensmittel, damit diese Autos herumfahren können? Bei der Produktion von Ethanol werden fast so viele fossile Brennstoffe verbraucht wie produziert und dabei ist der dauerhafte Verlust von Muttererde noch nicht einmal eingepreist. Ich liebe Nebraska durch und durch, aber das war keine Sternstunde meines Heimatstaats.“<sup>8</sup>

## Buffett verschenkt sein Vermögen

Interessantes wusste Buffett über die 30 Milliarden Dollar (inzwischen sind es noch mehr) zu berichten, die er der Bill & Melinda Gates Foundation geschenkt hat sowie einigen anderen Stiftungen, die von seinen Kindern geleitet werden.

Er sei immer davon überzeugt gewesen, sein Geld überdurchschnittlich schnell vermehren zu können und dass es insofern dumm sei, einen beträchtlichen Anteil dieses Kapitals zu verschenken. Außerdem habe er

immer gedacht, dass es seine Frau sein würde, die einmal dieses Kapital in andere Hände gebe, aber die Dinge hätten sich anders entwickelt.

Zu den zentralen Grundsätzen Buffetts gehört es, talentierte Personen zu finden und sie das tun zu lassen, was sie am besten können. Als er und Suzie ein Kind erwarteten, hätten sie einen Gynäkologen hinzugezogen, sagte Buffett – er habe nicht versucht, alles alleine hinzubekommen. Und wenn er Zahnschmerzen habe, wende er sich auch nicht an Charlie. Als es also darum ging, sein Geld auf vernünftige Weise weiterzugeben, wandte er sich an Bill und Melinda Gates, also, kluge, energiegeladene und leidenschaftliche Menschen. Er wollte das Geld jemandem übergeben, der grundsätzlich versteht, was er, Warren, damit tun würde, wenn er es selber täte.

Soweit es ihn angehe, habe er gar nichts aufgegeben, sagte Buffett. Er habe sein Leben nicht verändert. Er könne nicht besser essen oder besser schlafen, insofern habe er nicht wirklich etwas aufgegeben. In Wirklichkeit erbringe jemand, der auf eine Reise nach Disneyland verzichte, um eine Spende zu tätigen, ein echtes Opfer.

## Weitere Perlen der Weisheit von Charlie

Unseren Freunden und Kunden haben wir häufig George Clasons Klassiker *Der reichste Mann von Babylon* ans Herz gelegt. Entsprechend groß war unsere Freude, als Charlie auf das Buch zu sprechen kam.

Er habe das Buch gelesen, als er jung war, und es habe ihn gelehrt, weniger Geld als üblich von seinem Einkommen auszugeben und die Differenz zu investieren. Und tatsächlich – er tat es und es funktionierte.

Ihm kam die Idee, einen mentalen Zinseszins hinzuzufügen. Also beschloss er, sich die beste Stunde des Tages zu verkaufen, um in dieser Zeit seinen eigenen Verstand zu verbessern. Die Welt konnte dann den restlichen Tag kaufen. Das möge selbstüchtig klingen, aber es habe funktioniert, sagte er.

Weiter sagte er, wenn man langfristig glaubwürdig werde und bleibe, dürfte es sehr schwierig werden, bei etwas zu scheitern, was man tun wolle.

- 1 Ein aktuelles Beispiel ist der Bear Stearns High-Grade Structured Credited Fund. Wie wir in unserem Markt-Update geschrieben haben, konnte der Fonds 30 Monate in Folge einen Gewinn vorweisen. Nun aber hat er wegen der Kombination aus extremer Hebelwirkung und illiquiden hypothekarischen Sicherheiten mit massiven Verlusten zu kämpfen.
- 2 Anm. d. Übers.: In der Statistik werden Standardabweichungen von einer Normalverteilung in Sigma angegeben. Je höher der Wert, desto unwahrscheinlicher sein Auftreten. Fünf Sigma würde bedeuten, dass etwas mit einer Wahrscheinlichkeit von 1 zu 3,3 Millionen eintritt.
- 3 Anm. d. Übers.: Als „Flipping“ wird eine Strategie bezeichnet, bei der man eine Immobilie kauft, aufmotzt und mit Gewinn verkauft. Das Geld steckt man in eine teurere Immobilie, motzt sie auf, verkauft sie und so weiter.

- 4 Aufgepasst, Regulierer: Das wäre doch mal ein Corporate-Governance-Modell, das einen genaueren Blick lohnt.
- 5 Exakt dieselbe Einschätzung gibt Bob Rodriguez von FPA ab. Er sieht „keinen Wert im Anleiheland“.
- 6 Was gerade passiert.
- 7 Einer unserer Lieblinge – Leucadia National Corporation – hat im RTC-Prozess sehr erfolgreich abgeschlossen.
- 8 Munger ist nicht der einzige, der hinterfragt, ob das Ethanol-Programm wirklich eine gute Idee ist. Am 15. Juli 2007 macht der *Des Moines Register* mit einer Geschichte auf, in der das Für und Wider der Ethanol-Subventionen erörtert wird.



# 2008

**VERANSTALTUNGSORT** Qwest Center

**TEILNEHMERZAHL** 31.000

## **EINZELHEITEN ZU DIESEM JAHR**

- Das Qwest Center hat sich an den Berkshire-Wochenenden zu einer Mischung aus Konferenz und Zirkus entwickelt. Es traten Countrysänger auf, es gab lebende Bullen zu sehen, Speedboote, Oldtimer und ein komplettes Fertighaus von Clayton Homes.
- Rund 25 Berkshire-Firmen verkauften im Showroom ihre Artikel, von Justin Boots über Fruit of the Loom bis hin zu Versicherungen von GEICO war alles da.
- Der Nebraska Furniture Mart stellte mit 7,5 Millionen Dollar Umsatz an diesem Wochenende einen Rekord auf.

**RANG IM FORTUNE 500** 11

**AKTIENKURS** 141.685 Dollar

Heutiger Wert eines 1964 investierten Dollar: **14.454 Dollar** Berkshires Buchwert pro Aktie ist von 19,46 Dollar auf **70.530 Dollar** (ein Zuwachs von durchschnittlich **20,3 Prozent** pro Jahr) gestiegen. Der S&P 500 legte im selben Zeitraum um durchschnittlich **10,3 Prozent** pro Jahr zu.

# HÖHEPUNKTE AUS DEN NOTIZEN FÜR 2008

---

## Unternehmenskäufe

Es wurde die Frage gestellt, wie man es vermeidet, bei Investitionen zum Lemming zu werden. Buffett verwies in seiner Antwort wieder einmal auf den Klassiker *Intelligent investieren* von Benjamin Graham (und dort speziell auf die Kapitel 8 und 20). Die Lektüre habe sein Leben verändert.

Nie vergessen: Wer eine Aktie kauft, erwirbt in Wahrheit einen anteiligen Besitzanspruch auf ein Unternehmen.

Als Buffett im Lebensmittelladen seines Großvaters beschäftigt war, lernte er, wie wichtig es ist, hart zu arbeiten. Sein Großvater war gegenüber dem Aktienmarkt allerdings sehr negativ eingestellt. Buffett habe ab diesem Punkt nicht mehr zugehört.<sup>1</sup>

Würde er an einer Business School lehren, würde er schockierend einfach sagen: Bring den Studenten bei, wie man a) ein Unternehmen bewertet und wie man b) über Marktschwankungen nachdenkt – dass der Markt da ist, um einem zu dienen, und nicht, um einen zu beeinflussen. Das wäre der gesamte Lehrplan. Professoren hingegen würden die Zeit mit allen möglichen Formeln rumkriegen.

So, wie die Priesterschaft der Bibelgelehrten nicht viel zu tun hätte, wenn die Menschen einfach die zehn Gebote befolgen würden, so brauchen auch die Professoren an den Business Schools etwas, was sie ihren Studenten beibringen können und womit sie sie beeindrucken können.

Der Markt repräsentiere Tausende von Unternehmen, sagte Buffett. Insofern sollte es egal sein, in welche Richtung sich die Börse kurzfristig entwickelt. Er wäre auch dann noch mit seinen Aktien zufrieden, wenn der Handel mehrere Jahre lang ausgesetzt würde.

Kaufe man beispielsweise einen Bauernhof, betrachte man die Produktion des Hofes im Verlauf der Zeit im Vergleich zum Kaufpreis. Man würde mit Farmen nicht abhängig von kurzfristigen Schwankungen der Preise für Agrarprodukte handeln.

Munger: „Dem habe ich nichts hinzuzufügen.“

Buffett: „Das hat er seit Monaten geübt.“

# Die Erwartungen an künftige Renditen müssen gesenkt werden.

Er wäre ausgesprochen zufrieden, wenn sein Aktienportfolio zehn Prozent Rendite abwerfen würde, sagte Buffett und prognostizierte (zum wiederholten Male), dass Berkshires Renditen künftig nicht einmal ansatzweise das Niveau erreichen würden, das sie in früheren Zeiten innehatten. Um die Nadel zum Zucken zu bringen, müsse man sich angesichts der Größe Berkshires schon Firmen mit einer Marktkapitalisierung von 50 Milliarden Dollar ansehen. „Wir werden anständige Ergebnisse sehen, aber keine unanständigen“, schloss Buffett.

Und Munger fügte hinzu: „Wir sind zufrieden damit, Geld auf einem reduzierten Niveau zu verdienen, und schlagen vor, dass Sie ähnlich verfahren.“<sup>2,3</sup>

## Gute Manager: „Wir mogeln“

Buffett räumte ein, dass er mogelt, wenn es darum geht, gute Manager zu finden: Er hole schlicht diejenigen, die bereits großartige Unternehmen führen. Zeige man ihm 100 MBA-Absolventen, wäre es ihm unmöglich, einzuschätzen, wer davon wie als Manager abschneiden werde, räumte Buffett ein.

Er sucht schlicht nach Personen, die über Jahrzehnte hinweg Herausragendes geleistet haben. Dann bemühe er sich darum, die Personen auf eine Art und Weise zu binden, die ihnen nicht die Begeisterung für ihre Arbeit nimmt. Buffett fragt den Manager, ob er das Geld liebt oder das Geschäft. Liebt er das Geschäft, passt er gut zu Berkshire.

Kurzum: Buffett sucht nach einem Baseball-Spieler, der .400<sup>4</sup> schlägt und noch jahrzehntelang arbeiten kann. Er witzelte, dass die Gründerin des Nebraska Furniture Mart, Mrs. B, mit 103 Jahren aus dem Unternehmen ausgeschieden und im darauffolgenden Jahr gestorben sei. Das sei seinen Managern hoffentlich eine Lehre.

## Moral

Er sei sehr stolz, wie sich die Berkshire-Manager insgesamt im Verlauf der Jahre verhalten hätten, sagte Buffett. Um für klare Verhältnisse zu sorgen, schreibt er die Manager alle zwei Jahre an und fragt, wer ihr Nachfolger wäre. Außerdem erinnert er sie daran, nichts zu tun, was dem Ruf des Unternehmens schaden könne.<sup>5</sup>

Buffett empfiehlt, den „Zeitungs-Test“ als moralischen Kompass zu verwenden: Verhält man sich immer so, dass man kein Problem damit hat, wenn die Handlungen auf der ersten Seite der Lokalzeitung abgedruckt werden? Berkshire arbeitet nicht mit Budgets oder Gewinnzielen, insofern

fällt ein Teil des perversen Drucks weg, der in den meisten anderen Großkonzernen herrscht.<sup>6</sup>

## Wetten auf den Dollar: Going International

Bereits vor Jahren warnte Buffett, dass der US-Dollar aufgrund des immer größer werdenden Handelsdefizits in Gefahr sei. Da sich die Handelspolitik des Landes nicht wesentlich verändert hat, blickt Buffett weiterhin pessimistisch in die Zukunft, was die Kursentwicklung des Dollar angeht. Entsprechend froh ist er aber auch darüber, Gewinne in Fremdwährungen machen zu können. Das könne durch Aktienbesitz geschehen (Coca-Cola macht 80 Prozent seiner Gewinne im Ausland) oder durch den Direktkauf ausländischer Unternehmen. Er strebt sehr danach, mehr in dieser Richtung zu unternehmen.

Bald wird Buffett nach Europa reisen, um dort dafür zu werben, dass Familienunternehmen an Berkshire verkaufen. Vor allem die Übernahme von ISCAR hat Buffett die Augen dafür geöffnet, welche Möglichkeiten sich im Ausland ergeben. ISCAR hat vergangenes Jahr ein Werk in China eröffnet und Firmenchef Eitan Wertheimer begleitet Buffett auf seiner Rundreise durch Europa.

ISCAR hat übrigens Buffetts sehr hohe Erwartungen noch übertroffen. Sowohl die Qualität der finanziellen Entwicklung wie auch der persönlichen Beziehungen hätten dafür gesorgt, dass ISCAR eine „Traumübernahme“ geworden sei, merkte er an.

Jetzt wünscht sich Buffett, dass mehr Firmeneigner an Berkshire Hathaway denken, wenn sie das Bedürfnis verspüren, ihr Unternehmen zu Geld zu machen. So war es bei den Brüdern Pritzker und der Marmon Group und so war es vor einigen Jahren bei den Wertheimern und ISCAR.

Speziell Deutschland weise eine hoch entwickelte Unternehmenskultur auf, insbesondere was Erfindungsreichtum und das Ingenieurswesen anbelangt, sagte Munger. Im Druckbereich beispielsweise stamme ein erstaunlich hoher Anteil der besten Geräte aus deutscher Fertigung.

Buffett ließ Revue passieren, wie er bei Dexter-Schuhen in großem Stil auf die Nase gefallen ist. Vor 20 Jahren wurden in den USA jährlich noch eine Milliarde Paar Schuhe hergestellt. Unsere nach Schuhen verrückte Kultur habe die USA „zu einem Land voller Imelda Marcos“<sup>7</sup> gemacht, scherzte er. Heute würden die Amerikaner zwar immer noch Schuhe kaufen, aber das Land stelle keine mehr her. Sämtliche Schuhe würden im Ausland produziert, insbesondere in China.

Buffett sprach davon, dass China nunmehr in einer offeneren Gesellschaft sein Potenzial besser freisetze. Das Talent sei schon immer dagewesen, es sei nur zu lang unterdrückt worden.

## Tumult bei Kommunalanleihen

In seiner jährlichen Tirade gegen die Portfoliotheorie, derzufolge die Märkte stets effizient arbeiten, beschrieb Buffett, was sich Anfang 2008 auf dem Markt für Kommunalanleihen zutrug.

Gelegentlich hat Buffett Requisiten dabei. Dieses Jahr handelte es sich um einen Satz Kaufangebotsblätter für Kommunalanleihen. Er erklärte, dass der Markt für Auction Rate Securities (ARS)<sup>8</sup> wöchentlich ein Volumen von 330 Milliarden Dollar hat. Voilà – langfristige Finanzierung mit kurzfristigen Zinssätzen. Eine prima Sache, solange alles gut läuft. Doch als im Februar die Kreditmärkte zum Stillstand kamen, erging es dem ARS-Markt ganz genauso. Chaos brach aus.

Anleihen vom Los Angeles County Museum, die im Januar vier Prozent Rendite abgeworfen hätten, standen Mitte Februar auf einmal auf einem Niveau von bis zu zehn Prozent Rendite, sagte Buffett. Mittlerweile seien sie auf ein Niveau von vier Prozent zurückgefallen.

Während der Panik hätten unterschiedliche Anleihen von ein und demselbem Emittenten zwischen sechs und elf Prozent Rendite gestanden – gleichzeitig! So viel zum Thema „effiziente Märkte“. Es war für Buffett eine Gelegenheit von kurzer Dauer, aber auch eine naheliegende. Berkshire kaufte während dieser Zeit für vier Milliarden Dollar Kommunalanleihen.

Munger sprach darüber, wie schnell die Gelegenheit gekommen und wieder verstrichen sei. Hedgefonds mussten in großem Stil abstoßen, um Nachschussforderungen bedienen zu können. Wer nicht schnell denken und rasch handeln kann, wird aus einer derartigen Situation keinen Nutzen schlagen. Es sei wie beim Speerfischen – man muss möglicherweise sehr lang geduldig warten und dann blitzschnell aktiv werden, wenn sich die Gelegenheit bietet.

## Berkshire Hathaway Assurance

Es war eine erstaunliche Wendung: Während die Hypothekenkrise die anderen zentralen Akteure ergriff, stieg Berkshire vor Kurzem in den Markt für die Besicherung von Kommunalanleihen ein.

Buffett brachte die Zuhörerschaft auf den neuesten Stand und erklärte, dass Ende vergangenen Jahres Ajit Jain die Berkshire-Tochter ins Leben gerufen hat, die sich mit der Versicherung von Kommunalanleihen befasst.

Innerhalb weniger Monate habe BHA (Berkshire Hathaway Assurance) bereits ein Prämienvolumen von 400 Millionen Dollar einkassiert, berichtete Buffett mit sichtlichem Stolz. Das dürfte mehr als bei allen anderen Versicherern von Kommunalanleihen zusammen sein! 278 vor allem zweitrangige Transaktionen habe man getätigt, und das mit gerade einmal 30 Leuten im Büro. Die bei Berkshire versicherten Anleihen werden mit Aufschlag gegenüber denen der anderen Versicherer gehandelt.



Der Versicherungsschutz komme nur dann zum Tragen, wenn der Erstversicherer nicht bezahlen könne, so Buffett. Und Berkshire erhalte mehr als zwei Prozent, wenn die ursprüngliche Versicherung ein Prozent kostet.

Munger erzählte, er sei einmal gefragt worden, was Berkshires beste Investition gewesen sei. Seine Antwort: „Die Gebühr für den Personaldienstleister, der uns Ajit Jain beschert hat.“

## Nachfolge

Buffett erklärte, dass dem Board die Namen mehrerer potenzieller Nachfolger vorliegen und dass das Gremium bei jedem Treffen die Nachfolgepläne durchgeht. Munger warf ein, dass Berkshire mit einem gewissen Warren Buffett doch über einen jungen, aufstrebenden Mann verfüge. Buffett konterte trocken, dass der Begriff „Aging Management“, der so häufig zur Beschreibung von Berkshires Führungsriege herangezogen wird, sich auf *alle* Manager beziehe.

Da er und Charlie im Schnitt 80 Jahre alt seien, würden sie nur mit 1,25 Prozent jährlich altern. Ein 50-jähriger Manager dagegen altere um zwei Prozent und sei deshalb eine viel riskantere Wette.

Munger zur Frage, was Warren auf seinem Begräbnis hören möchte: „Ich habe noch nie einen so alten Leichnam gesehen.“

## Bündelung

Völlig einer Meinung sind sich Munger und Buffett, wenn es darum geht, ob es für einen professionellen Investor gut ist, seine besten Ideen auszureizen. Beim Investieren sei Bündelung eine gute Sache, erklärte Buffett. Er habe 75 Prozent von seinem Nettovermögen außerhalb Berkshires zahllose Male in eine einzige Idee gesteckt. Es wäre ein Fehler, nicht 50 Prozent seines Nettovermögens in eine wirklich gute Sache zu investieren. Der große Fehler bestehe darin, *500 Prozent* des Nettovermögens in etwas zu investieren. Bei Long-Term Capital Management war es das 25-Fache des Nettowerts, also gab es keinen Handlungsspielraum mehr, als die Dinge schief liefen.<sup>9</sup>

An den Eliteschulen würde gelehrt, das Geheimnis guten Investmentmanagements sei Diversifizierung, schimpfte Munger. Das sei genau verkehrt herum – der Schlüssel sei es, *nicht* zu diversifizieren.

## Öl

Buffett sagt, die Gefahr sei nicht, wie in der Presse gelegentlich propagiert, dass uns das Öl ausgeht, sondern dass sich die tägliche Produktion auf einem bestimmten Niveau einpegelt und dann mit der Zeit langsam immer weiter zurückgeht.

Weltweit würden 87 Millionen Fass Öl täglich produziert, mehr denn je,

und dennoch sind angesichts ständig steigender Nachfrage die ungenutzten Kapazitäten möglicherweise auf dem tiefsten Stand aller Zeiten. Sollte man das Produktionsmaximum erreicht haben – und danach sehe es aus –, werde sich die Welt anpassen müssen.

Es sei töricht, unsere begrenzten Vorräte an Kohlenwasserstoffen so rasch aufzubauchen, wie wir es derzeit tun, sagte Munger. Man müsse die Sonne nutzen müssen – es gebe keine andere Alternative.

## Neues zum Thema Ethanol

Mit seinem üblichen „sonnigen“ Gemüt warf Munger ein: „Mais in Treibstoff zu verwandeln, ist mit Blick auf die Zukunft der Welt eine der dümmsten Ideen, von denen ich je gehört habe. Sie ist wirklich atemberaubend dumm. Diese Idee steht wahrscheinlich vor dem Aus.“

## Dummheiten der Investmentbanken

Enron habe das Land mit dem Ausmaß seiner Torheit und seines Fehlverhaltens schockiert, sagte Munger. Das habe uns Sarbanes-Oxley eingebracht,<sup>10</sup> was in etwa so effektiv war wie der Versuch, einen Elefanten mit einer Erbsenpistole zu erlegen. Im Vergleich zu dem, was derzeit im Gange sei, werde Enron im Nachhinein möglicherweise wie ein Kindergeburtstag erscheinen. Es werde mehr Regulierung geben und das werde nicht für alle reibungslos funktionieren.

Die Fed habe seiner Meinung nach das Richtige gemacht, als sie Bear Stearns rettete, sagte Buffett. Bear Stearns wäre ansonsten untergegangen und der Versuch, rund 14.500 Milliarden Dollar an Derivatkontrakten mit Tausenden Vertragspartnern abzuwickeln, wäre ein Spektakel noch nie dagewesenen Ausmaßes geworden. Vermutlich hätten nur wenige Tage später ein, zwei weitere große Investmentbanken das Handtuch geworfen. Diese Firmen hätten niemals gedacht, dass die Welt aufhören könnte, ihnen Geld zu leihen.

So, wie sich die Dinge entwickelt haben, seien Investmentbanken und große Handelsbanken zu riesig geworden, um sie noch vernünftig managen zu können. Den Großteil der Zeit würde es gut gehen, deshalb sehe man im Tagesgeschäft die Risiken nicht. Und als 62-jähriger Manager mache man sich ohnehin auf lange Sicht nicht allzu große Sorgen. Benötigt werde ein CEO mit angeborener Risikoscheu und der Fähigkeit, sich gegen Mitarbeiter zu stellen, die Geld damit verdienen wollen, andere nachzuahmen.

## OFHEO = Furchtbar

Als es darum ging, wie schwierig es sei, komplexe Finanzdienstleister zu regulieren, sagte Buffett, dass OFHEO (Office of Federal Housing Enterprise

Oversight) für zwei unglaublich wichtige Organisationen zuständig sei – Fannie Mae und Freddie Mac. Vor einigen Jahren entfielen 40 Prozent des Hypothekenflusses auf diese beiden, heute könnten es um die 70 Prozent sein.

Die Behörde mit ihren 200 Mitarbeitern existiere einzig zu dem Zweck, diese beiden Unternehmen zu regulieren. Dennoch kam es zu zwei der größten Bilanzskandale der Geschichte und Milliarden und Abermilliarden Dollar wurden falsch ausgewiesen, während diese 200 Leute ihrer Arbeit nachgingen. Ein Versagen auf ganzer Linie.

Habe man Unternehmen, die „too big to manage“ sind, und dazu eine Regierung, die diese Konzerne als „too big to fail“ einschätze, führe das zu interessanten Ergebnissen, sagte Buffett.

Munger war in seiner Einschätzung unverblümter: Es sei doch verrückt, dass die Regierungen es zuließen, dass Banken zu groß werden, als dass man sie scheitern lassen könne. Das sei die Folge einer Kultur der Gier und der Übervorteilung. Auch ein zu großes Verlassen auf Algorithmen spiele eine Rolle. Zuzulassen, dass der Derivatehandel auf diese Weise ende, sei verrückt, so Munger. Er bedauere, dass sich nur so wenige dagegen aussprechen.

## GURF: Good Until Reached For

Bei der Bilanzierung von Derivaten habe man es mit sehr vielen unechten Profiten zu tun, sagte Munger und regte an, eine neue Kennzahl einzuführen: GURF, kurz für „Good until reached for“, frei übersetzt: „Alles in Ordnung, bis man es abrufen“. Viele Investmentbanken, so Munger, würden Vermögenswerte in den Büchern führen, die sich mangels Nachfrage in Luft auflösen, wenn es daran geht, sie zu verkaufen. Er erklärte, dass uns die Bilanzprüfer im Stich gelassen hätten und dass Bilanzprüfungen mehr wie Maschinenbau sein sollten.<sup>11</sup>

Buffett erinnerte sich an die dunklen Tage des Skandals um die Salomon Brothers und dass die Trader damals Geschäfte mit Marc Rich machten – der wegen Wertpapierbetrugs aus dem Land geflohen war! Dennoch setzten sich die Trader über Anweisungen hinweg, keine Geschäfte mehr mit ihm zu machen, weil sie daran gut verdienten. Buffett musste dieses Verhalten durch eine Sonderanweisung beenden. Das seien die Dinge, die in einer von Gier geprägten Unternehmenskultur geschehen.

Munger warf ein: „Im Innersten der amerikanischen Geschäftswelt trägt sich vieles zu, was Sie lieber nicht wissen wollen.“

## Gedanken zum Risiko

Es sei wichtig, über Risiken nachzudenken, sagte Buffett – und zwar auch über die Gefahren durch Ereignisse, die bislang noch nie eingetreten sind.

Die Investmentbanken verfügten über sämtliche Modelle, sie hielten wöchentliche Sitzungen ihrer Risiko-Ausschüsse ab, hätten aber dennoch keinen blassen Schimmer.

„Ein Chief Risk Officer ist ein Mitarbeiter, der mir ein gutes Gefühl vermittelt, während ich dummes Zeug mache“, sagte Buffett. Bei Berkshire übernimmt Buffett die Rolle des Chief Risk Officers und man verbringe viel Zeit damit, darüber nachzudenken, was für ein Ereignis sie überraschen könnte.

Munger sagte, man könne erkennen, wie sehr Berkshire das Risiko scheue. Das Unternehmen verhalte sich in einer Art und Weise, die niemanden beunruhigt. Risiken seien von einer doppelten Sicherheitsschicht umgeben.

Als im Hypothekensektor eine Krise ausbrach, griff der Ärger auf andere Bereiche über. Tatsächlich könne er sich nicht an vergleichbare Schockwellen und eine vergleichbare Schwäche anderer Sektoren erinnern, sagte Buffett. Man habe sich dumm verhalten, nun müsse der Preis dafür bezahlt werden.

Buffett sagte voraus, dass wir das alles irgendwann noch einmal so erleben würden, nur in anderer Form. Die Kombination aus dem Streben nach Reichtum, Überschuldung und dem Glauben an die Zahnfee werde mit der Zeit schon für die nächste Blase sorgen.

Hier handelte es sich um ein ganz besonders närrisches Durcheinander, so Munger. Er fragte das Publikum, ob sich noch jemand an Webvan erinnere, den Online-Bringdienst für Lebensmittel – er habe das für eine durch und durch idiotische Idee gehalten. Nun, im Vergleich zu den Dingen, die man sich in der Hypotheken-Industrie habe einfallen lassen, stelle Webvan einen richtig cleveren Einfall dar.

Er hätte Berkshire höher verschulden können, aber wozu? – fasste Buffett seine Haltung zusammen. Warum für einen Prozentpunkt Rendite riskieren, dass man das Unternehmen ruiniere und entehre? Man könne Risikomanagement nicht auslagern. Er verzichte liebend gerne auf höhere Renditen, wenn er dafür im Gegenzug gut schlafe in dem Wissen, dass kommen könne, was wolle, sagte Buffett.<sup>12</sup>

## Fair Value Accounting

Sachwerte zu bilanzieren, sei eine schwierige Aufgabe, allerdings bevorzuge er noch immer ganz eindeutig die Fair-Value-Methode, sagte Buffett. Probleme mit diesem Ansatz könne es geben, wenn der Markt für Preise Sorge, die keinerlei Sinn ergeben.

Er sprach über CDOs (Collateralized Debt Obligations), Pakete mit Tranchen aus Tausenden unterschiedlichen Hypothekenansprüchen. Diese seien dermaßen kompliziert, dass man schon einmal 15.000 Seiten lesen müsste, um alle beteiligten Hypotheken und Tranchen zu verstehen.

Als ob das nicht schon kompliziert genug wäre, gibt es noch CDO-Squareds, die teilweise 50 CDOs umfassen. Muss man sich bei einer CDO durch 15.000 Seiten Text kämpfen, wären das bei einer CDO-Squared also gut und gerne 750.000 Seiten.

Wenn man anfängt, Wertpapiere zu kaufen, die aus Tranchen anderer Instrumente bestehen, weiß niemand mehr, was er tut. Völliger Irrsinn. Würde man die Leute zwingen, mit einer Mark-to-market-Bewertung („Fair Value“) zu bearbeiten, würde das dazu beitragen, das Management zu mehr Ehrlichkeit zu bewegen. Bei Dingen wie diesen CDOs stünden dann 10 Prozent vom Marktpreis 100 Prozent der Kosten gegenüber.

Munger schoss einen Pfeil auf Alan Greenspan ab, als er erklärte, der Vorsitzende der Notenbank habe wohl eine Überdosis Ayn Rand abbekommen und glaube nun, dass alles, was auf einem freien Markt geschehe, schon seine Berechtigung habe. Er widersprach dieser Haltung leidenschaftlich und sagte, einige Dinge sollten verboten werden: „Wir hätten uns jede Menge Ärger sparen können, hätten wir einfach den Satz ‚Diese Finanzinnovation reduziert die Risiken‘ verbieten lassen.“

## Probleme mit CDS?

Befragt zu Credit Default Swaps (CDS), sagte Buffett, er sehe keine große Gefahr, dass dieser landesweit 60.000 Milliarden Dollar schwere Markt im Chaos versinkt.

Ein CDS ist eine Absicherung gegen die Insolvenz eines Unternehmens. Nimmt die Zahl der Insolvenzen zu, wird der CDS-Markt mehr und mehr zu einem Nullsummenspiel. Die Verluste des einen werden durch die Gewinne des anderen wettgemacht. Das war anders, als der Markt für Subprime-Hypotheken in den Keller rauschte. Damals wurden echte Verluste gemacht.

Da die US-Notenbank Bear Stearns rettet, sei die Wahrscheinlichkeit, dass es bei CDS zu einem Blutbad kommt, nunmehr eher gering, sagte Buffett. Munger stimmte dieser Einschätzung zu. Könnte aus dem CDS-Markt eine Katastrophe über uns hereinbrechen? Ja. Aber die Dummheit ist auf diesem Markt nicht so groß wie auf dem Hypothekenmarkt, wo man Nichtsnutze aus der Gosse zusammentrieb und ihnen Hypotheken mit günstigen Konditionen in die Hand drückte.

Munger sagte, er finde es bizarr, aber Besitzer von CDS-Kontrakten würden von einem perversen Anreiz getrieben: Sie verdienen Geld, wenn Unternehmen vor die Hunde gehen. Es könnte also Manipulationen mit der Absicht geben, Firmenpleiten herbeizuführen, und dann mithilfe der Kontrakte abzukassieren.

Es sei irrsinnig, dass Regulierer das zulassen, erklärte Munger. Es verstoße gegen das Gesetz, eine Lebensversicherung auf Menschen, die man nicht kenne, abzuschließen, weil dies moralisches Fehlverhalten bewirke (Sie

verdiene, wenn diese Person stirbt). Der CDS-Markt sei das Produkt eines Haufens völlig durchgeknallter Inhaber und Regulierer, schloss Munger, woraufhin Buffett einwarf: „Charlie 1, unsichtbare Hand 0“.

## Die Dinge vereinfachen

Bei Berkshire würden die Due-Diligence-Kosten niedriger ausfallen als bei allen anderen Großkonzernen, erklärte Munger. Außerdem habe man weniger Ärger als alle anderen Großkonzerne. Bei Berkshire denke man wie Ingenieure und strebe große Sicherheitsspielräume an. Wenn man einen Buchhalter benötigt, damit er einem einen Deal erklärt, wäre es besser, man wäre der Buchhalter und er leite das Geschäft.

Einfachheit ist ein großer Vorteil, so Buffett. Mars sei zu Berkshire gekommen, weil man wusste, dass man keine Anwälte benötigen würde. Die Leute wussten, dass bei Berkshire eine Vereinbarung eine Vereinbarung sei und dass der Scheck nicht platzen werde.

## Markenlebensmittel

Bereits seit Langem investiert Berkshire in Hersteller von Markenlebensmitteln und seit Kurzem hält das Unternehmen mehr als acht Prozent der Anteile von Kraft Foods.

Große Lebensmittelkonzerne seien gute Unternehmen, sagte Buffett. Sie würden gute Ergebnisse im Hinblick auf die Rendite auf Sachanlagen erzielen. Es sei schwer, mit guten Marken wie See's, Coke, Mars und Wrigley's zu konkurrieren.

Coke vertreibt weltweit mittlerweile 1,5 Milliarden Portionen täglich. Seit 1886 liefert Coca-Cola „Fröhlichkeit“ und „Erfrischung“, Assoziationen, die sich in den Köpfen der Menschen festsetzen.

Gute Markenprodukte sind häufig eine gute Investition.

## Die Dinge vereinfachen, Teil II

Eines ihrer Erfolgsgeheimnisse sei es, dass sie sich nur auf die Dinge konzentrieren, die sie verstehen, verriet Buffett. Komme etwas nicht infrage, unterbricht Buffett auch schon mal mitten während der Präsentation (eine Technik, die er sich bei Charlie abgeschaut habe). Wenn er es verstehe, könne er sich innerhalb von fünf Minuten entscheiden.

Ein faszinierender Gesichtspunkt: Buffett sagt, er könne sich noch weitere fünf Monate mit der Idee befassen, aber das würde seine Entscheidung nicht noch besser untermauern.

Sie hätten ein gutes System, gewisse Themen auszublenden, warf Munger ein. Sie würden auf manche Themen einfach keine Zeit verschwenden.<sup>13</sup>

## Olympische Spiele in China

Buffett war dafür, dass die Olympischen Spiele stattfinden. Er hält es für einen Fehler, darüber zu urteilen, welche der 200 Länder es verdient hätten, an den Spielen teilzunehmen. Die USA hätten den Frauen 120 Jahre lang das Wahlrecht verweigert und Farbige hätten einst nur als drei Fünftel eines „richtigen“ Menschen gegolten, sagte er.

Munger formulierte es noch drastischer. Wer bekümmert sei, solle sich fragen: „Ist China im Verlauf der letzten Jahrzehnte noch unvollkommener geworden oder eher weniger unvollkommen?“

Aus seiner Sicht ist China ganz eindeutig auf dem richtigen Weg. Er hält es für einen Fehler, sich bei einer Sache den Aspekt herauszupicken, den man am wenigsten mag, und sich dann ständig damit zu befassen.

## Bankenschnäppchen?

Wie groß eine Bank sei, habe für ihn nur geringe Bedeutung, sagte Buffett. Wirklich wichtig sei die Unternehmenskultur. Er wolle einen Bankenchef, der Risikokontrolle in seinen Genen habe.

Häuser wie Wells Fargo, U.S. Bancorp und die M&T Bank seien nicht immun, was Probleme angeht, aber sie sind immun, wenn es um institutionalisierte Dummheit geht. Zu viele Banken würden in dem Bemühen, das zu tun, was gerade beliebt sei, Dummheiten machen. Wie Maury Cohen einmal sagte: „Es gibt mehr Banken als Bankiers.“

Kleinere Banken könnten sich gut dafür eignen, sie auf ihre Brauchbarkeit als Investitionsobjekt abzuklopfen, sagte Munger.

Buffett gab sich begeistert: „Was für eine draufgängerische Aussage von Charlie! Sobald ich hier raus bin, kaufe ich mir so ein Bankendings!“

## Weiterverbreitung von Atomwaffen

Eine der größten Gefahren für die Menschheit sei unverändert die Weiterverbreitung von Atomwaffen, sagte Buffett. 6,5 Milliarden Menschen leben auf der Erde, ein bestimmter Prozentsatz von ihnen ist geistesgestört.

Vor Tausenden Jahren hätten die geistig Umnachteten schlimmstenfalls mit Steinen werfen können. Der technologische Fortschritt allerdings brachte Pfeil und Bogen mit sich, dann Gewehre und Kanonen und schließlich, heute, Atomwaffen.

Buffett sagte, man müsse unbedingt das Risiko minimieren, dabei seien jedoch kaum Fortschritte erzielt worden. Wir sollten alles in unseren Kräften Stehende unternehmen und den Zugang zu radioaktivem Material beschränken. Bereits Albert Einstein habe 1945 mit Blick auf die erste Atombombe gewarnt: „Das verändert alles – bis auf die Art und Weise, wie die Menschen denken.“

Er hoffe, dass dieses Thema bei der nächsten US-Regierung ganz oben auf der Tagesordnung stehen werde, sagte Buffett.

## Sparquote

Zu unserer Überraschung erklärte Buffett, es stelle nicht zwingend eine besonders negative Entwicklung für die US-Wirtschaft dar, dass die Sparquote in den USA ins Minus gekippt ist. Er verwies darauf, dass der wirtschaftliche Wert der Vereinigten Staaten seit Jahrzehnten auch ohne hohe Sparquote gewachsen ist. Mit einem Pro-Kopf-BIP von 47.000 Dollar sind wir so reich, dass wir vielleicht nicht so viel sparen müssen.

Da die Einfuhren die Ausfuhren übersteigen, nimmt die Welt uns das Sparen ab. Das mit einer deutlich höheren Sparquote ausgestattete China wird schneller wachsen als wir und vermutlich muss es das auch.

## Dividenden

Keine Aktionärsversammlung darf ohne den Klassiker auskommen: „Wann werden Sie eine Dividende ausschütten?“

Buffett sagte, es sei besser gewesen, die Barmittel bei Berkshire zu halten, wo sie automatisch an Wert gewinnen. Wer Barmittel benötige, könne Aktien verkaufen und müsse darauf Kapitalertragssteuer bezahlen. Diese falle geringer aus als die Besteuerung einer Dividende.

Munger witzelte, Warren habe stets beabsichtigt, es mit der Ausschüttung einer Dividende zu halten wie Augustinus von Hippo: „Gott schenke mir Reinheit – aber jetzt noch nicht.“

## Unternehmensvergütungen

Bei diesem Thema gebe es nicht viel, was der einzelne Investor tun könne, räumte Buffett ein. Stattdessen müsse sich das halbe Dutzend größter institutioneller Anleger zusammentun, in den krassesten Fällen die Zustimmung verweigern und sich öffentlich gegen übertriebene Vergütung aussprechen. Wenn die „hohen Tiere“ etwas nicht mögen, dann ist es, öffentlich an den Pranger gestellt zu werden. Auch die Presse könne bei diesem Thema helfen. Es müsse wirksamer Druck ausgeübt werden, um die Eigeninteressen des Managements zu zügeln.

Der Klassenkampf habe in England zu einem Einkommenssteuersatz von 90 Prozent geführt, sagte Munger. Das habe sich als komplett kontraproduktiv erwiesen, aber es zeige, wie die Politik des Neids ein Wirtschaftssystem ruinieren kann.

Geht es um die Vergütung, seien CEOs moralisch verpflichtet, sich nicht noch den allerletzten Dollar unter den Nagel zu reißen, sagte Munger. Genau wie Richter am Obersten Gerichtshof sollten sie sich freiwillig dafür



entscheiden, unterbezahlt zu sein.

„Neid ist die schlimmste der sieben Todsünden“, erklärte Buffett. „Sie ist die einzige, die dazu führt, dass man sich schlechter fühlt, und die andere Seite spürt davon gar nichts. Gefräßigkeit hat zumindest vorübergehend ihre Vorteile. Und was die Lust angeht ... das Thema überlasse ich lieber Charlie.“

## Pharma

Berkshire hat 2007 seine Position bei Johnson & Johnson aufgestockt und Sanofi-Aktien erworben.

Buffett räumte ein, dass er nicht viel Ahnung habe, was für Medikamente in der Entwicklungspipeline seien und dass es in fünf Jahren ohnehin komplett anders aussehen werde.

Alles in allem tue die Pharmabranche etwas enorm Wichtiges und das Unternehmen sollte davon ordentlich profitieren können, so Buffett. Dem Konzern sollte das über einen Zeitraum von fünf Jahren vernünftige Ergebnisse bringen.

Munger erklärte: „Was unser gemeinsames Wissen zum Thema Pharmakologie anbelangt, hältst du ein Monopol.“

„Je später es wird, desto verschrobener wird er“, witzelte Buffett.

## Der Schlüssel zu guter Gesundheit

Gute Gesundheit beginne mit einer ausgewogenen Ernährung, scherzte Buffett: etwas Coca-Cola, etwas See's Candy, ein paar Wrigley's-Kaugummis und ein Mars-Riegel.

Dann schlug er einen ernsteren Ton an und wies darauf hin, wie wichtig eine gute mentale Einstellung sei, dass man das, was man tue, lieben solle und dass man sich mit anderen Leuten umgeben solle, die ebenfalls lieben, was sie tun. Er fühle sich in vielerlei Hinsicht gesegnet, vor allem mit großartigen Partnern und großartigen Managern, sagte Buffett. Es wäre verrückt, sich da auf die negativen Aspekte zu konzentrieren.

Darüber hinaus habe er das Glück gehabt, schon früh im Leben herausgefunden zu haben, was seine große Leidenschaft sei. Als Junge habe er die Bücher seines Vaters zum Thema Investieren gelesen und das habe ihn angemacht. (Er scherzte, dass damals der *Playboy* noch nicht erfunden war.) Es sei ein schlimmer Fehler, schlafwandlerisch durchs Leben zu gehen und alles einfach nur pro forma zu tun. Idealerweise übe man einen Job aus, den man auch tun würde, ohne dafür Geld zu bekommen.

Ein überraschendes Eingeständnis: Als er im Alter von 24 Jahren angefangen habe, für Ben Graham zu arbeiten, habe er nicht einmal gefragt, wie hoch sein Lohn sein würde.

Außerdem sei es sehr wichtig, sich den richtigen Ehepartner zu suchen.

Buffett erzählte die Geschichte von dem Mann, der 20 Jahre damit verbrachte, nach der perfekten Frau zu suchen. Dann fand er sie, doch leider war sie auf der Suche nach dem perfekten Mann.

## Vorteile daraus, öffentlich sprechen zu können

Eine aufschlussreiche Nebenbemerkung: Buffett räumte ein, dass er vor Jahren furchtbare Angst davor hatte, in der Öffentlichkeit zu reden. Allein die Vorstellung machte ihn körperlich krank. Er hatte sich sogar für 100 Dollar bei einem Dale-Carnegie-Kurs angemeldet, aber als er nach Hause kam, ließ er den Scheck sperren.

Später belegte er in Omaha einen Kommunikationskurs. Diese Erfahrung mit anderen zu machen, die im selben Boot saßen wie er, habe ihm geholfen, „aus sich herauszugehen“. Er sei sehr froh, dass er den Kurs gemacht habe, und erklärte, effektive Kommunikation werde zu wenig gelehrt. Buffett erklärte, vielen Menschen würde es möglicherweise helfen, wenn sie schon in jungen Jahren lernten, öffentlich zu sprechen.<sup>14</sup>

## Die beste Investition von allen

Buffett wiederholte noch einmal, was er bereits bei zahllosen Gelegenheiten empfohlen hat: Die beste Investition, die man überhaupt tätigen könne, sei die in sich selbst. Nur wenige Menschen würden ihr volles Potenzial aus sich herausholen. Bei ganz vielen Menschen sei viel mehr möglich.

Spricht er vor Studenten, rät er ihnen, wie jemand zu denken, der sich entscheiden muss, welches Auto er für den Rest seines Lebens fahren möchte. Wie würde dieser Mensch mit seinem Auto umgehen? Er würde doch sorgfältig das Handbuch lesen, das Öl häufiger als nötig wechseln und alle Rostflecken gründlich entfernen. Nun, jeder von uns bekommt einen Geist und einen Körper für den Rest des Lebens. Wie gehen Sie mit Ihrem um?

Bei Berkshire liege der Schwerpunkt auf dem Geist, räumte Buffett ein. Er und Charlie würden sich nicht die Mühe machen, zu hart an ihrem Körper zu arbeiten.

Munger sagte, es sei sehr wichtig zu lernen, wie man sich von Geldgebern und Verkäufern nicht manipulieren lässt. Er empfahl zu diesem Zweck sehr ausdrücklich das Buch *Einfluss* von Robert Cialdini. Ebenfalls empfahl er Cialdinis neuestes Buch *Yes! Andere überzeugen*. Cialdini sei einer der wenigen Sozialpsychologen, der die Welt der Theorie mit dem Alltagsleben verbinden könne, so Munger.

## Lesen

Er sei bereits seit frühester Jugend jemand, der Bücher verschlingt, sagte

Buffett. Er verbringe den Großteil seines Tags damit, Bücher, Jahresberichte und Zeitungen zu lesen.

Menschen lernen auf unterschiedliche Weise, sagte Munger. Auch er sei immer jemand gewesen, der viel lese. An Büchern gefalle ihm, dass man lernen könne, was man wolle, und zwar in der Geschwindigkeit, die man wolle.

Buffett schlussfolgerte, wenn man 20 Bücher zu einem Thema lese, das einen interessiere, dürfte man auf jeden Fall eine ganze Menge daraus lernen.

## Vermächtnis

Buffett hofft, dass Berkshire langfristig anständige Ergebnisse für die Aktionäre erbringen wird und seine einzigartige Unternehmenskultur beibehält. Er hoffe, Berkshire werde als das weltweit beste Zuhause für Familienbetriebe angesehen werden.

Munger findet, Berkshire verdiene es, noch mehr als Vorbild zu gelten, und geht davon aus, dass es noch mehr Einfluss auf andere Unternehmen haben wird.

„Außerdem hoffen wir, dass Berkshire über die ältesten noch lebenden Manager in ganz Amerika verfügen wird“, schloss Buffett.

- 1 Was für ein Glück für alle Berkshire-Aktionäre.
- 2 Man achte auf den steten Anstieg des Anteils, den Aktien an Berkshires Cash-Anleihen-Aktien-Mix ausmachen (siehe Anhang II).
- 3 Berkshire war an der Börse aktiv und hat 8,6 Prozent der Anteile von Kraft Foods gekauft (für etwa 4 Milliarden Dollar) und seine Beteiligungen an Burlington Northern, Wells Fargo, der U.S. Bank, Johnson & Johnson sowie Carmax aufgestockt.
- 4 Anm. d. Übers.: Ein absoluter, nur selten erreichter Spitzenwert im Profi-Baseball.
- 5 Wir erinnern uns an Buffetts berühmte Äußerungen zum Thema Mitarbeitermoral bei den Kongressanhörungen zum Salomon-Skandal: „Verliert jemand Geld des Unternehmens, habe ich Verständnis. Schadet aber jemand dem Ruf des Unternehmens, kenne ich keine Gnade.“
- 6 Bei früheren Versammlungen hat Munger „Gewinnmanagement“ als schlecht verurteilt, denn es treibe Manager dazu, irrationale Dinge zu tun.
- 7 Anm. d. Übers.: Imelda Marcos war mit dem philippinischen Präsidenten Ferdinand Marcos verheiratet und besaß angeblich die größte private Schuhsammlung der Welt.
- 8 Anm. d. Übers.: Die Nachrichtenagentur *Reuters* definiert ARS als „Anleihen mit langer Laufzeit, deren Zinssatz aber in kurzen Abständen bei Auktionen neu festgesetzt wird“.
- 9 Wir lesen fast jede Woche von gescheiterten Hedgefonds, bei denen der Faktor 10 zu 1, 20 zu 1 oder noch mehr betrug.

- 10 Anm. d. Übers.: Ein Gesetz, das 2002 als Reaktion auf die Bilanzskandale von Firmen wie Enron und Worldcom verabschiedet wurde und für eine bessere Berichterstattung der Firmen sorgen sollte.
- 11 GURF erinnert uns an die „An wen“-Wertpapiere von Bob Rodriguez. „An wen“ wegen der Frage, an wen man verkaufen wird, wenn der Zeitpunkt dafür gekommen ist.
- 12 Ironischerweise ist es genau diese geistige Haltung, die in den vergangenen vier Jahrzehnten für eine durchschnittliche Wertsteigerung gesorgt hat, die zu allerhöchsten überhaupt zählt.
- 13 Weniger Informationen sind – sofern es sich um die *richtigen* Informationen handelt – entscheidend für das Fällen guter Entscheidungen.
- 14 Heute gibt er Partys für 31.000 Menschen ... ja, man kann mit Fug und Recht behaupten, dass der junge Warren es trotz seines Lampenfiebers sehr weit gebracht hat.



# 2009

**VERANSTALTUNGSORT** Qwest Center

**TEILNEHMERZAHL** Etwa 35.000

**EINZELHEITEN ZU DIESEM JAHR**

- Höhepunkt des diesjährigen Films war ein ironisch gemeinter Sketch: Nach einem kläglichen Investitionsjahr 2008 regt das Board an, dass Buffett Verkäufer beim Nebraska Furniture Mart wird. Wenn er helfe, ein paar Matratzen mehr zu verkaufen, bringe das dem Unternehmen mehr als das, was er jetzt treibe. Der neue Bestseller unter den Matratzen ist „Nervous Nellie“ mit einer besonderen Ablage unter der Matratze, dem

„Nachtschalter“, in dem man wichtige Gegenstände lagern kann. Ein Kunde probiert die Matratze aus und merkt an, dass sie sich ja nur „langsam erhole“. Nach erfolgreichem Verkauf beeilt sich Buffett, seine Wertsachen unter der Matratze hervorzuholen, darunter einige uralte *Playboy*-Hefte.

**RANG IM FORTUNE 500** 13

**AKTIENKURS** 96.629 Dollar

Heutiger Wert eines 1964 investierten Dollar: **7.812 Dollar** Berkshires Buchwert pro Aktie ist von 19,46 Dollar auf **84.487 Dollar** (ein Zuwachs von durchschnittlich **20,3 Prozent** pro Jahr) gestiegen. Der S&P 500 legte im selben Zeitraum um durchschnittlich **8,9 Prozent** pro Jahr zu.

# HÖHEPUNKTE AUS DEN NOTIZEN FÜR 2009

---

## Negative Renditen bei Bundesanleihen

Buffett eröffnete die Versammlung mit einer Folie.<sup>1</sup> Darauf zu sehen war ein Transaktionsbeleg, datiert auf den 18. Dezember 2008. An diesem Tag verkaufte Berkshire eine US-Bundesanleihe im Wert von 5 Millionen Dollar mit Fälligkeit im April 2009 für mehr als den Fälligkeitswert – 5.000.090,97 Dollar. Das bedeutet, der Käufer war bereit, eine *negative* Rendite in Kauf zu nehmen.

Außergewöhnlich.

Buffett witzelte, dass der Beleg in Wahrheit eine Anzeige für die „Nervous Nellie“-Matratze sei und dass wir etwas Vergleichbares zu unseren Lebzeiten möglicherweise nicht mehr erleben würden.

## Gewinn im ersten Quartal

Buffett gab einen Überblick auf die Ertragslage im ersten Quartal und teilte mit, dass der Betriebsgewinn von Berkshire gegenüber den 1,9 Milliarden Dollar von vor einem Jahr auf 1,7 Milliarden Dollar gefallen sei.

Berkshires Versicherungsgeschäft und dem Versorgergeschäft stellte er für 2009 eine gute Entwicklung in Aussicht, da diese Bereiche nicht so stark konjunkturabhängig seien. Die Einzelhandelsaktivitäten und die Tochterunternehmen im herstellenden Bereich dagegen wurden von der Rezession hart getroffen.

Die 1 Milliarde Dollar Betriebsgewinn, die MidAmerican Energy erzielte, würden in das Versorgergeschäft investiert, so Buffett. Dank eines Geschäfts mit Swiss Re sei der Float von 58 Milliarden auf 60 Milliarden Dollar gewachsen. Zum Ende des Quartals hätten die Barmittelreserven 23 Milliarden Dollar betragen, seien seitdem allerdings auf 20 Milliarden Dollar gesunken, weil Berkshire 3 Milliarden Dollar in wandelbare Vorzugsaktien von Dow Chemical investiert hat.

## Schulden? Aktien? Warum nicht beides?

Sie wollen Renditen? Wie wäre es mit etwas im zweistelligen

Prozentbereich? Sie wollen Wertschätzung? Wie wäre es mit einer Aktienbeteiligung an einigen der größten Konzerne der Welt?

Genau das hat Buffett mit seinen speziellen Deals getan.

Buffett hat die Kategorie „Sonstige“ in seinem Investitionsmix aufgestockt, und zwar mit Deals, bei denen Renditen und Equity Kicker zusammenkamen.<sup>2</sup> Das war der Fall bei Goldman Sachs (5 Milliarden Dollar in Wandelvorzugsaktien mit 10 Prozent Rendite und die Option, 43 Millionen Aktien zu 115 Dollar das Stück zu kaufen), General Electric (3 Milliarden Dollar in Wandelvorzugsaktien mit 10 Prozent Rendite und die Option, 135 Millionen Aktien zu 22,25 Dollar das Stück zu kaufen) und Wrigley (6,5 Milliarden insgesamt – 4,4 Milliarden Dollar in Titel mit 11,45 Prozent Rendite und 2,1 Milliarden Dollar in Wandelanleihen mit 5 Prozent Rendite).

Wir weisen zudem darauf hin, dass Dividenden aus Wandelvorzugsaktien für Unternehmen steuervergünstigt sind. Im Fall von Goldman und GE entsprechen die 10 Prozent Rendite für Berkshire also nahezu 14 Prozent nach Steuern.<sup>3</sup>

Als sie erklärten, 2008 habe großartige Möglichkeiten mit sich gebracht, aber nicht so überragend wie 1974/75, sprachen Buffett und Munger vermutlich über den allgemeinen Markt und nicht über die einzigartigen Möglichkeiten, die sich Buffett während des Crashes am Markt aufgetan hat. Beim damaligen Bärenmarkt lag das KGV bei 4 (allerdings waren die Zinsen damals auch höher).

„Ich wusste, dass ich so etwas nicht noch einmal erleben würde“, sagte Munger mit Blick auf 1974. Buffett warf ein, er zahle lieber die Hälfte von X als X, insofern hätten ihm die niedrigeren Preise gefallen.

Aktien haben 40 Prozent an Wert verloren, die Zinsen sind gesunken. Es war also klar, dass Aktien und Anleihen attraktiver sein würden. Der Markt für Unternehmensanleihen sei sehr schlecht organisiert, erklärte Buffett.

Berkshires Lebensversicherer hätten sich kopfüber auf Unternehmensanleihen guter Qualität gestürzt, die zehn Prozent oder mehr abwerfen und großartigen Rückkaufschutz bieten.

## Finanziell beschlagen

In einer Welt der Taschenrechner sei es schwer, für Beschlagenheit in finanziellen Aspekten zu werben, räumte Buffett ein. Nur wenige könnten die erforderlichen Berechnungen selbst anstellen. Fügt man nun noch Kreditkarten in die Berechnungen mit ein, macht man es den Menschen einfach, Dummheiten zu machen.

Munger streute eine Anekdote darüber ein, wie er 1952 in Las Vegas im „Flamingo“ seine Flitterwochen verbrachte. Dort habe er sehr gut gekleidete Menschen gesehen, die viele Meilen gereist waren, um etwas Dämliches mit

geringer Erfolgsaussicht zu tun. Da habe er bei sich gedacht: „Was für eine Welt voller Möglichkeiten!“

Mit der Freigabe von Lotterien würden die Staaten das Glücksspiel noch legalisieren und die Menschen *aktiv ermutigen*, gegen alle Wahrscheinlichkeiten zu wetten.

## Banken

Buffett und Munger waren sowohl voll des Lobes für die Art und Weise, wie sich die amerikanische Regierung mitten in der Krise verhalten habe, als auch optimistisch, was die Erholung des Bankensystems anbelangt.

Mitte September hätten wir am Rande eines totalen Finanzcrashs gestanden, sagte Buffett. Innerhalb eines Wochenendes sei Lehman untergegangen, sei AIG untergegangen und auch Merrill Lynch wäre untergegangen, wenn das Haus nicht von der Bank of America übernommen worden wäre. Angesichts dieses Drucks habe die Regierung gute Arbeit geleistet, vor allem dadurch, dass sie die Sicherheit der Spareinlagen und der Geldmarktfonds garantierte.

In besonders hohen Tönen lobte Buffett Wells Fargo. Es handele sich um eine fabelhafte Bank mit Vorteilen, die die anderen großen Banken nicht hätten. Wells Fargo besitze die kostengünstigste Einlagenbasis, dadurch sei das Haus der kostengünstigste Anbieter der Branche. Wells Fargo werde aus dieser Krise deutlich stärker hervorgehen, als die Bank hineingegangen sei, erklärte Buffett.

Eine faszinierende Bemerkung am Rande: An dem Tag, als Wells Fargo unter 9 Dollar fiel, unterrichtete Buffett gerade. Wenn ihn jemand um Kaufempfehlungen für Aktien bittet, weigert er sich üblicherweise, diese Frage zu beantworten. An jenem Tag aber erklärte er: „Müsste ich mein ganzes Eigenkapital in eine einzige Aktie stecken, dann würde ich Wells Fargo kaufen.“

Wells Fargo verfügt über ein fantastisches Geschäftsmodell. Mit Wachovia hat Wells Fargo die viertgrößte Einlagenbasis in Amerika geschluckt. Die Krise wird zur Folge haben, dass Wells Fargo in einigen Jahren deutlich besser dasteht.

## Seitenhiebe gegen effiziente Märkte

Jahr für Jahr tun Buffett und Munger ihr Bestes, um die Markteffizienz-Hypothese zu widerlegen, die das akademische Denken dominiert. Beim Investieren gehe es schlichtweg darum, jetzt Geld hinzublättern, um später mehr zurückzuerhalten, sagen sie. Buffett scherzte, bereits Aesop, ein sehr kluger Kopf, habe 600 vor Christus völlig zu Recht gesagt: „Lieber den Spatz in der Hand als die Taube auf dem Dach.“ Allerdings – man kann ja nicht alles wissen – habe Aesop nicht gewusst, dass er im Jahr 600 vor Christus



lebte.

Ein Übermaß an Tabellen und hochtrabender Mathematik könne zu übertriebener Präzision und Fehlentscheidungen führen, so Munger.

„Die hochtrabende Mathematik lehren sie in den Business Schools, denn: Irgendwas müssen sie da ja tun“, sagte Munger.

Buffett warf ein, wer die „Spatz in der Hand“-Maxime lehre, werde ganz gewiss kein Professor. Um innerhalb der Priesterschaft aufzusteigen, sei Komplexität gefragt. Diese falsche Präzision trete nur bei sehr hohen Intelligenzquotienten auf, so Buffett. Um ein guter Investor zu sein, reiche ein IQ von etwa 120 aus. Falls man über einen sehr hohen IQ verfüge, solle man 120 behalten und den Rest verkaufen, empfahl er. Höhere Mathematik könne in die Irre führen.

## Die Blase auf dem Immobilienmarkt

Die Häuserpreise seien so lang gestiegen, dass sich überall der Glaube breitgemacht habe, die Preise würden nie wieder fallen, sie würden nur noch eine Richtung kennen, sagte Buffett. Das habe dazu geführt, dass von den 50.000 Milliarden Dollar, die in Amerika in Vermögenswerte investiert sind, 20.000 Milliarden Dollar – der Immobilienmarkt – immer stärker schuldenfinanziert waren. Die Schuld daran liegt zu gleichen Teilen bei allen Akteuren.

Es sei der Kongress gewesen, der mit Fannie Mae und Freddie Mac zwei der größten Hypothekenbanken der Welt unter seinen Fittichen gehabt habe. Beide stehen mittlerweile unter Insolvenzverwaltung.

Was die Ratingagenturen angeht – und insbesondere Moody's, wo Berkshire 20 Prozent der Anteile hält –, so seien diese gut in mathematischem Schnickschnack und würden sich aufführen wie ein Mann, der nichts außer einem Hammer besitzt und der deshalb jedes Problem wie einen Nagel bearbeitet.

Mit Blick auf die Zukunft erklärte Buffett, Ratingagenturen seien ein gutes Geschäft: Es gebe nur wenig Konkurrenz, sie hätten Einfluss auf weite Teile der Wirtschaft und benötigen nicht viel Kapital (obwohl sie weiterhin ausgesprochen angreifbar sind).

Die vielleicht größte Überraschung sei es gewesen, dass so viele dieser toxischen Triple-A-Kreationen letztlich in den Händen ihrer Schöpfer gelandet seien, sagte Buffett. Sie hätten ihr Gift selber trinken müssen. Die Dummheit regierte ungebremst und das wichtigste Argument lautete: „Alle anderen machen es doch auch.“ Hat sich in einer Branche etwas erst einmal derart deutlich durchgesetzt, fällt es schwer, damit wieder aufzuhören.

## Immobilien

In Kalifornien habe die Zahl der Immobilientransaktionen zugenommen,

sagte Buffett, vor allem im unteren bis mittleren Preissegment. Er sehe, dass Teile des Markts dabei sind, sich zu stabilisieren. Was Tag für Tag an neuen Hypotheken in die Bücher aufgenommen werde, sei von viel besserer Qualität als die alten Hypotheken, die sie ersetzen. Hilfreich seien in dieser Hinsicht die niedrigen Zinssätze.

Geistreich skizzierte Buffett das große Ganze:

Jedes Jahr entstehen etwa 1,3 Millionen neue Haushalte, vielleicht seien es angesichts der Rezession aktuell etwas weniger. Während der Immobilienblase haben wir zwei Millionen neue Häuser im Jahr gebaut, was die Zahl der neugegründeten Haushalte deutlich überstieg.

Der derzeitige Überschuss an Häusern beträgt etwa 1,5 Millionen. Die Zahl der Neubauten ist hingegen auf etwa 500.000 pro Jahr gefallen. Bauen wir zu dieser geringeren Rate weiter, könnten wir damit ein paar Jahre lang jährlich etwa 800.000 der überschüssigen Häuser kompensieren, dann würden Angebot und Nachfrage wieder in etwa ins Lot kommen.

Buffett scherzte, dass wir natürlich den Überschuss auch praktisch über Nacht aus der Welt schaffen könnten, indem wir entweder 1,5 Millionen Häuser sprengen. Alternativ könnten wir die Gründung von Haushalten beschleunigen, indem wir 14-Jährige heiraten lassen.

Unterm Strich jedoch sieht es so aus, dass wir weniger produzieren und früher oder später die überschüssigen Bestände aufgebraucht werden. Insgesamt ist der Immobilienbesitz bezahlbarer, die Hypothekenzinsen sind niedrig und die Kreditkonditionen vernünftiger – kurzum, wir befinden uns in einem Heilungsprozess.

## Vier Investmentmanager

Buffett hat insgesamt vier Investmentmanager innerhalb und außerhalb Berkshires und keiner von ihnen konnte 2008 bessere Ergebnisse vorweisen als die 37 Prozent Minus, die der S&P 500 hinlegte. Er gehe tolerant damit um, sagte Buffett, denn: „Ich habe mich auch nicht mit Ruhm bekleckert.“

Praktisch jeder Investmentmanager, den er sehr schätze, habe letztes Jahr eine ordentliche Abreibung bekommen, warf Munger ein. Außerdem wollen sie bei Berkshire keinen Manager, der glaube, er könne kurz alles versilbern und dann wieder zurück in den Anlagemarkt hüpfen. Solche Typen habe man aussortiert.<sup>4</sup>

## Buffetts Wirtschaftslehre für Anfänger

Buffett liebt es, Universitätsstudenten zu unterrichten. Vergangenes Jahr habe er acht Vorlesungen vor Studenten aus insgesamt 49 Universitäten gehalten, erzählte Buffett.

Würde er eine Business School führen, wären seine beiden Kurse a) Wie bewertet man ein Unternehmen? und b) Wie denkt man über Märkte? Mehr

bräuchte es nicht.

Bei der Bewertung von Unternehmen ist es wichtig, die Sprache der Bilanzführung zu verstehen, innerhalb des eigenen Kompetenzrahmens zu bleiben und sich auf das zu konzentrieren, was bedeutsam und nachhaltig ist.

Gehe es um Märkte, sei es wichtig, sich darauf zu besinnen, dass die Märkte einem dienen sollen und diese nicht dazu gedacht sind, einen etwas zu lehren. Entscheidend sei es hier, emotionale Stabilität zu wahren und mit sich selbst im Reinen zu sein, was die eigenen Entscheidungen angehe. Es ist wichtig, das Denken nicht anderen zu überlassen und mit der Zeit zu guten Entscheidungen zu gelangen.<sup>5</sup>

Das sei einfach, aber nicht leicht.

Hinsichtlich der Märkte dürfe man nicht zulassen, zum Verkauf gezwungen zu sein (weil man die Hebelwirkung zu hoch angesetzt hat). Außerdem dürfe man nicht panikartig verkaufen und sich emotional selber den Boden unter den Füßen wegziehen.

Im modernen Bankenwesen, der Investmentszene und der akademischen Welt gebe es dermaßen viel Falsches und Durchgeknalltes, so Munger, dass das beste zu erhoffende Resultat sei, den Unfug zu reduzieren. Hat jemand einen IQ von 150, glaubt aber, es seien 160, dann führe das in die Katastrophe.

Buffett stellte sich vor, wie er als Ökonomie-Dozent die Markteffizienz-Hypothese verkünde und sage: „Alles hat seinen richtigen Preis.“ Weiter sinnierte er: „Und was mache ich für den Rest der Stunde?“ Und das sei etwas, womit man Nobelpreise gewinne!

Buffett schloss das Thema ab, indem er eine Beobachtung von Max Planck aufgriff. Der sagte sinngemäß über die unaufhaltsame Weiterentwicklung der Wissenschaft, allem Widerstand zum Trotz, den selbst die hellsten und klügsten Köpfe der Zunft leisten: „Die Wissenschaft schreitet ein Begräbnis nach dem anderen voran.“

## Ajit ersetzen?

Ajit Jain leitet BH Reinsurance und hat dort Wunder bewirkt. Den Float hat er bis zum Jahresende auf unfassbare 24 Milliarden Dollar ausgebaut. Was würde Berkshire bloß ohne ihn tun?

Die Autorität liege hier in der Person begründet, nicht in der Position, sagte Buffett. So habe er überhaupt keine Probleme damit, Ajit seinen Füllfederhalter zu leihen, damit er mit diesem Füllfederhalter große Geschäfte unterschreibe, aber das würde er bei niemandem sonst tun.

Er erzählte die Geschichte, wie Mutual of Omaha in den 1980er-Jahren als damals größter Kranken- und Unfallversicherer in den Bereich Sach- und Unfallversicherung einstieg. Weil das Unternehmen den

Versicherungsmaklern die Zeichnungsgewalt überließ, büßte es innerhalb sehr kurzer Zeit die Hälfte seines Nettowerts ein – ein gewaltiger Skandal. Übertragen bedeutet das nichts anderes als: Wenn Ajit nicht mehr da wäre, würde BH Reinsurance einen Teil dessen, was das Unternehmen jetzt macht, nicht mehr tun.

Berkshire sei nicht auf der Suche nach schlechter Führung, fügte Munger hinzu. Man möge Unternehmen, die die eine oder andere idiotische Tat wegstecken können, aber einige Dinge würden schlicht in die Kategorie „Einmal und nie wieder“ fallen. So sei es auch mit Ajit.

## Was bei Berkshire wichtig ist

Berkshire sei Ende 2008 billiger als Ende 2007, erklärte Buffett. Der Wert der Investitionen sei höher als der verbuchte Wert. Und die operativen Gewinne aus dem Nicht-Versicherungsgeschäft würden möglicherweise eine Weile leiden, aber langfristig würden sie sehr gut dastehen.

2008 sei ein schlechtes Jahr gewesen, was das Float-Geschäft anbelange, sagte Munger.<sup>6</sup> Dass Berkshire dermaßen viel Float für Kosten von unter null generieren könne, sei langfristig jedoch ein großartiger Pluspunkt. Wichtig sei es, sich auf das zu konzentrieren, worauf es wirklich ankomme.

Bei Berkshire kommt es Munger zufolge darauf an, dass der Bereich Sach- und Unfallversicherung weltweit wohl unübertroffen ist, dass die Versorgersparte die beste ist, dass ISCAR bei dem, was es tue, am besten sei, und so weiter. Es sei keine Kleinigkeit, es so weit zu bringen, betonte Munger.

## GEICO

Von den rekordverdächtigen Konzerntöchtern ist möglicherweise zurzeit keine angesagter als GEICO, der Anbieter günstiger Kfz-Versicherungen. Der Wirtschaftsabschwung habe das Verhalten der Verbraucher auf einen Schlag radikal verändert. Jeder sei nun zum Schnäppchenjäger geworden.

Bei American Express habe das wehgetan, die durchschnittliche Abrechnung falle dort zehn Prozent niedriger aus. Bei GEICO habe es geholfen, dort höre das Telefon gar nicht auf zu klingeln. Tausende Menschen würden jeden Tag die Website aufsuchen und überprüfen, ob sie Geld sparen könnten.

Während der ersten vier Monate des Jahres 2009 hat GEICO 505.000 neue Policen-Kunden gewonnen. Der Wettbewerbsvorteil, den sich GEICO über die letzten zehn Jahre aufgebaut hat, macht sich nunmehr enorm bezahlt. Buffett rechnet damit, dass der Marktanteil bis Jahresende auf 8,5 Prozent klettert. Anfang 2007 waren es 7,2 Prozent.

Unglaublich!

Und jeder Vertragsnehmer macht einen bedeutsamen Wert aus. Er bezahlt

im Schnitt jährlich 1.500 Dollar für eine Versicherung, die er abschließen muss, um ein Auto bewegen zu dürfen. Und die Amerikaner lieben es, Auto zu fahren! Buffett zitierte Marshall Fields: „Die Hälfte des Geldes, das wir für Werbung ausgeben, ist Verschwendung. Das Problem: Wir wissen nicht, welche Hälfte.“

Kümmerliche 20 Millionen Dollar betrug das Werbebudget, als Berkshire 1995 die volle Kontrolle über GEICO übernahm. Seitdem hat Buffett den jährlichen Etat auf 800 Millionen Dollar hochgeschraubt – deutlich mehr als bei State Farm oder Allstate.<sup>7</sup>

Geht es nach ihm, soll jeder in den USA im Hinterkopf haben, dass er mit einer Versicherung bei GEICO möglicherweise Geld spare. Er verwies auf Coca-Cola, wo man seit 1886 in aller Welt eine Werbebotschaft vermittelt, die Coke mit Augenblicken des Glücks und der Zufriedenheit gleichsetzt.

Diese geistige Haltung mache sich für GEICO nun bezahlt. Angesichts des Konjunkturabschwungs würden Tausende überprüfen, ob sie Geld mit GEICO sparen können und seien es nur 100 Dollar.

Munger sagte, im Grunde verdiene GEICO 800 Millionen Dollar vor Steuern (die Werbeausgaben), die im Gewinn gar nicht ausgewiesen werden.

Buffett stimmte zu. GEICO könnte möglicherweise die Ausgaben für den ständigen Werbeaufwand auf beispielsweise 100 Millionen Dollar zurückfahren und auf viele Jahre hinaus die derzeitige Zahl an Vertragsnehmern aufrechterhalten.

## Infrastruktur: Das Stromnetz muss ausgebaut werden

Als die Frage kam, ob die USA mehr Geld in den Ausbau der Infrastruktur stecken sollten, hätte Munger Buffett beinahe aus dem Weg geschubst, um sie als erster beantworten zu können. „JA!“, war seine Antwort.

Man müsse überhaupt kein Genie sein, um zu erkennen, welche Maßnahme der Industrie und dem Handel in den USA einen gewaltigen Schub verleihen würde – der Aufbau eines landesweiten Stromnetzes. Wir verfügen über die Technologie und das Know-how und dieser Schritt würde mit 100-prozentiger Wahrscheinlichkeit das System besser machen.<sup>8</sup>

## Derivate

Buffett zufolge liegt es an den Derivaten, dass die Schulden dermaßen aus dem Ruder gelaufen seien, dass das ohnehin anfällige Wirtschaftssystem weiter unter Druck geraten ist und dass Probleme an Orten aufgetaucht seien, wo niemand mit ihnen gerechnet hätte.

Nach 1929 beschloss der amerikanische Kongress, dass es gefährlich sei, wenn die Menschen ihre Wertpapiere beleihen lassen. Die Federal Reserve legte aus diesem Grund ein Margenerfordernis von 50 Prozent fest. Derivate jedoch würden diese Regulierung der Märkte komplett umgehen.

Schlimmer noch: Während normale Anleihen nach drei Tagen oder weniger abgewickelt werden und das Risiko der Gegenpartei auf diese Weise minimal gehalten werde, können Derivatkontrakte eine sehr lange Abwicklungsdauer vorsehen. Diese nicht abgewickelten Verträge häufen sich mit der Zeit an und erhöhen das Risiko im System. (Eine Leseempfehlung von Buffett: *Der große Crash 1929* von John Kenneth Galbraith.)

Das Problem, das der ganzen Sache zugrunde liegt, beschrieb Munger so: Der Derivatehändler sei nicht nur der Croupier am Spieltisch, sondern spiele gleichzeitig auch noch aufgrund seines Wissensvorsprungs gegen seine Kunden. Die Gesellschaft benötige so etwas nicht.

## Berkshire-Derivate

Buffett hat sowohl auf dem Aktienmarkt als auch bei hochrentablen Anleihen Derivatkontrakte abgeschlossen und damit für ziemlichen Wirbel gesorgt. Der Aktienoptionsverkauf hat 4,9 Milliarden Dollar an Barmitteln eingebracht, Geld, das Berkshire für die Laufzeit der Verträge halten wird. Die Verträge erfordern zudem nicht, dass Berkshire (viel an) Sicherheiten stellen muss.

Im Grunde ist es wie bei den Katastrophen-Rückversicherungen, wenn Berkshire den heiß begehrten Float erschafft. Bei den hochrentablen Anleiheverträgen sind die Ausfallraten höher als erwartet, insofern läuft es für Buffett hinsichtlich dieser Verträge nicht so gut und er könnte letztlich sogar Geld verlieren.

## Berkshires Vorteil

Die Unternehmenskultur und das Geschäftsmodell von Berkshire seien nur sehr schwer zu kopieren, merkte Buffett an. Die Aktionäre seien exzellent und der Aktienumsatz betrage 20 Prozent im Jahr, hingegen 100 Prozent bei einer durchschnittlichen börsennotierten Firma.

Berkshire führe das Geschäft ohne Teams von Anwälten und Bankiers. Das Management sei dezentralisiert, die Anreize seien rational. Die Unternehmenskultur werde ständig gestärkt, da die Manager sähen, dass sie gut funktioniert.

Viele andere Unternehmen dagegen würden unvernünftig geführt, warf Munger ein. Anweisungen würden von der Firmenzentrale aus durchgedrückt und das Augenmerk liege auf den Quartalsgewinnen.

Was wichtig sei, wenn ein Unternehmen an Berkshire verkaufe, formulierte Buffett so: „Es ist bekannt, dass wir gerne Cashflows zuweisen. Wir stehen in dem Ruf, dass wir etwas kaufen, um es zu behalten, und die Leute vertrauen uns in dieser Hinsicht.“ Eine seiner Standardfragen an das Management sei: „Was würden Sie anders machen, wenn Ihnen 100 Prozent des Unternehmens gehörten?“

Buffett beantwortete die Frage selbst und sagte, er würde bei Berkshire nicht das Geringste ändern.

## Berkshire kopieren

Es gebe durchaus Dinge, die Berkshire tue, der durchschnittliche Investor aber nicht kopieren könne, sagte Buffett.

1. Float: Berkshire verfügt über zinsfreien Float in Höhe von 58 Milliarden Dollar.
2. Berkshire schließt eigene Direktkäufe und andere Transaktionen ab.
3. Berkshire kauft manchmal komplette Unternehmen.

Buffett erklärte, er habe vor vielen Jahren Ben Graham kopiert, indem er die Graham-Newman-Berichte studierte. „Trittbrettfahren“ nannte man das.

Es sei eine durchaus kluge Idee, es den sehr guten Investoren nachzumachen, schloss Munger.

## Inflation

Buffett sagte, es sei gewiss, dass wir mit der Zeit ein gewisses Maß an Inflation erleben werden. Für die USA und überhaupt für Regierungen sei es im Lauf der Zeit die klassische Methode gewesen, die Kosten betriebsfremder Schulden zu verringern: Man lässt Inflation zu und bezahlt die Welt mit verbilligten Dollars. Von einer Abwertung würden die Chinesen als größte Besitzer amerikanischer Staatsanleihen in Mitleidenschaft gezogen werden, da es die Anleger mit fester Dollarbindung sein, deren Titel bei Fälligkeit am wenigsten wert sind.

Buffett schimpfte über Politiker, die ständig darüber sprechen, was all die staatlichen Hilfsaktionen den Steuerzahler angeblich kosten. Die Steuerzahler hätten noch nicht einen Cent mehr bezahlt als in den vergangenen Jahren!

Er garantiere, dass man künftig weniger für den Dollar bekommen werde, sagte Buffett. Das sei bei allen anderen Währungen aber auch der Fall. Alle führenden Nationen würden sich angesichts der Wirtschaftskrise dafür entscheiden, enorme Haushaltsdefizite zuzulassen.

„Sie können auf Inflation wetten“, sagte Buffett.

Als er in Omaha aufgewachsen sei, kosteten eine Briefmarke 2 Cent und ein Hamburger 5 Cent, erinnerte sich Munger. Und dennoch habe er in einer Zeit gelebt, die privilegierter war als jede andere in der Geschichte der Menschheit.

Eine Coke habe 5 Cent gekostet und davon waren 2 Cent Pfand, warf Buffett ein. Insofern seien die Preise gar nicht so sehr gestiegen. Eine Zeitung habe damals einen Penny gekostet, heute koste sie einen Dollar und würde Verlust machen.

Die eigene Erwerbskraft sei der beste Schutz vor Inflation, sagte Buffett. Wer seine Erwerbskraft beständig steigern, garantiere damit, dass er seinen Anteil am Wirtschaftskuchen abbekomme. Die zweitbeste Sache sei es, großartige Unternehmen zu besitzen, vor allem solche mit geringem Kapitalbedarf. Coca-Cola beispielsweise benötige wenig Kapital für sein Wachstum und bekomme immer seinen Anteil an den Einkommen, egal nach welchem Maßstab und egal nach welcher Währung.

„Ein junger Mensch sollte Gehirnchirurg werden und in Coca-Cola investieren anstatt in Regierungsanleihen“, fasste Munger zusammen.

## Zeitungen

Buffett liebt Zeitungen und liest jeden Tag mindestens fünf. Die meisten Zeitungsunternehmen dagegen seien, unabhängig von ihrem Preis, heutzutage den Kauf nicht wert, erklärte er. Was vor 30 Jahren noch ein absolut unverzichtbares Unternehmen gewesen sei, sei mittlerweile ein Unternehmen, das vor niemals endenden Verlusten stehe.

Walter Annenberg habe den Begriff „Wesentlichkeit“ geprägt und dieser Begriff habe im Zeitungswesen einmal für Werbetreibende und Kunden gegolten. Diese zentrale Stellung sei mit der Zeit weggebrochen und die Erosion wirke unaufhaltsam fort.

Bei Berkshires *Buffalo News* hätten sich die Gewerkschaften sehr kooperativ gezeigt und die Zeitung verdiene immer noch etwas Geld, sagte Buffett. Bei der *Washington Post* gebe es ein gutes Kabelgeschäft und ein sehr gutes Bildungsgeschäft, aber noch keine Antworten für die Zukunft.

Es sei eine nationale Tragödie, eine derartig wichtige kulturelle Kraft zu verlieren, sagte Munger. Mit ihrem erwünschten redaktionellen Einfluss habe die Zeitung dafür gesorgt, dass die Regierung ehrlich bleibt.

## Einzelhandel und Herstellung

Buffett sagte erneut, dass er davon ausgeht, dass sich auf dem Häusermarkt in wenigen Jahren Nachfrage und Angebot wieder einpendeln werden. Dann werde sich auch Berkshires Geschäft mit Produkten rund um den Häusermarkt wieder erholen.

Im Einzelhandel beobachte er eine große Veränderung im Konsumentenverhalten. Diese würden verstärkt zu günstigen Produkten greifen und er rechnet damit, dass diese Entwicklung noch sehr lange anhalten wird.

Jahrelang habe die Regierung die Menschen aufgefordert, mehr zu sparen,



während gleichzeitig die Sparquote in Richtung Null tendierte, merkte Buffett an. Jetzt wolle der Staat, dass die Menschen mehr Geld ausgeben, gleichzeitig sei die Sparquote auf vier, fünf Prozent gesprungen.

Kapitalquoten von fünf Prozent, wie sie in den vergangenen Jahren bei Gewerbeimmobilien erzielt wurden, würden nun albern erscheinen. Die Zahl der Leerstände steigt. Die Einkaufszentren würden leiden. Das Immobiliengeschäft könne noch eine gute Weile schwierig bleiben. Speziell für Südflorida geht Buffett angesichts eines gewaltigen Überangebots für einen langen Zeitraum von einer Stagnation aus.

## Aktienrückkauf

Mit ihren Aktienrückkäufen hätten die amerikanischen Unternehmen insgesamt für keine Wertsteigerung gesorgt, sagte Buffett.

In den 1970er- und 1980er-Jahren waren die Aktien billig – und ganz eindeutig unterhalb des inneren Werts – und damals hätten nur sehr wenige Konzerne ihre eigenen Anteile zurückgekauft. Während der vergangenen zehn Jahre kam es dann in Mode, Aktien zu kaufen. Viele Unternehmen betrieben Aktienrückkaufprogramme selbst zu hohen bis völlig unvernünftigen Preisen. 90 Prozent der Rückkauf-Aktivitäten der vergangenen fünf Jahre seien vor allem auf den Herdentrieb zurückzuführen, schätzte Buffett.

Jetzt seien die Aktienkurse dramatisch gefallen und viele Aktien nicht einmal mehr halb so viel wert wie zum Zeitpunkt der Rückkäufe, aber jetzt würden nur wenige Rückkäufe getätigt.

## Kosten entgangener Gewinne

Weil sich die Preise und die spezifischen Werte so rasch änderten, sei die Aufgabe, die Kosten entgangener Gewinne anzupassen, vergangenes Jahr etwas durchgeknallt gewesen, sagte Buffett.

Berkshire habe zahlreiche Anrufe erhalten und den Großteil davon ignoriert, aber interessanterweise seien selbst diejenigen, bei denen er beschlossen hatte, sie zu ignorieren, hilfreich gewesen, weil sie es leichter machten, die vielversprechenderen Angebote abzustimmen.<sup>9</sup>

So rief beispielsweise Goldman Sachs an einem Mittwoch an. Der richtige Zeitpunkt für die Transaktion sei JETZT – in einer Woche würde die Möglichkeit nicht mehr bestehen. Aufgrund des chaotischen Markts war Berkshire imstande, große Summen rasch für sich arbeiten zu lassen: Das Angebot für Constellation Energy (ein „Fehlschlag“, allerdings strich Berkshire dafür 1 Milliarde Dollar Profit ein), 5 Milliarden Dollar für Vorzugsaktien und Optionsanleihen von Goldman Sachs, 3 Milliarden Dollar für Vorzugsaktien und Optionsanleihen von GE und so weiter.

Derart viel Action habe er schon lange nicht mehr erlebt, sagte Buffett.

Munger war sehr begeistert darüber, dass Berkshire gerade versucht, zehn Prozent der Anteile des chinesischen Unternehmens BYD zu erwerben.

BYD sei alles andere als ein Start-up, könne 4 Milliarden Dollar Umsatz vorweisen und habe bereits Erstaunliches geleistet. Das Unternehmen sei zum Weltmarktführer für Lithium-Akkus aufgestiegen und spiele eine wichtige Rolle bei Komponenten für den Bau von Mobiltelefonen. Nun wolle das Unternehmen es mit der Welt der Autos aufnehmen und aus dem Stand heraus Elektroautos bauen. Schon jetzt verfügt BYD über das meistverkaufte Pkw-Modell in China und stelle sämtliche Teile dafür selbst her.

Ganz besonders begeistert zeigte sich Munger davon, dass BYD 17.000 studierte Ingenieure unter Vertrag hat – und zwar nur die besten aus dem Land mit seinen 1,3 Milliarden Einwohnern.<sup>10</sup>

Lithium-Akkus werden überall benötigt. Um Nutzen aus der Solarenergie zu schlagen, werden wir Batterien benötigen. BYD befinde sich zur rechten Zeit am rechten Ort, so Munger.

Buffett scherzte, dass die irischen Banken seine Idee und BYD Charlies Idee gewesen sei und ergänzte: „Charlie hat gewonnen!“<sup>11</sup>

## Herabstufung durch Moody's

Er sei verärgert darüber, dass die Ratingagentur Moody's Berkshires Bonitätsbewertung von AAA auf AA herabgestuft habe, räumte Buffett ein.

Für Berkshires Kreditkosten bedeute das kaum einen Unterschied und es gebe auch weiterhin keinen zuverlässigeren Kreditnehmer als Berkshire, so Buffett. Das Unternehmen habe seine Angelegenheiten stets so geführt, dass sich bis weit in die Zukunft niemand Sorgen darüber machen müsse, ob er seinen Scheck von der Versicherung erhält.

Munger sagte, Moody's habe mit der Entscheidung zumindest gezeigt, wie unabhängig die Ratingagentur ist.<sup>12</sup> Und er prognostizierte, dass die nächste Veränderung, die Moody's an Berkshires Bonitätsbewertung vornehme, wieder in die andere Richtung gehen werde.

Buffett scherzte, Charlie habe ihm schon wiedergeholt gesagt: „Letztlich wirst du erkennen, dass ich recht habe, denn du bist klug und ich habe recht.“

## Investitionen in Versorger

MidAmerican Energy ist inzwischen landesweit die Nummer eins bei der Stromgewinnung aus Windkraft. Iowa ist bei der Windkraft die Nummer eins, rund 20 Prozent des dortigen Stroms werden aus Windkraft gewonnen. Der Wind wehe 35 Prozent der Zeit, insofern sei dies nicht die Gesamtkapazität.

Unter dem Strich sei MidAmerican Energy für Iowa ein Nettoexporteur von Energie. Berkshire ist ein großer Steuerzahler und hat deshalb Anspruch auf die Steuervergünstigung von 1,8 US-Cent pro Kilowattstunde. Man sei dabei, die Windkraftkapazitäten an der pazifischen Nordwestküste aufzubauen und strebe danach, noch mehr zu tun.

Er sei sehr stolz, dass MidAmerican Energy in dem Bereich führend sei, sagte Munger. Buffett ergänzte, er wünschte, es wäre aus dem Kauf von Constellation Energy etwas geworden.

Nachdem er gehört hatte, dass Constellation Energy in Schwierigkeiten steckte und vor dem Bankrott stand, rief der MidAmerican-Energy-Chef David Sokol Buffett an und schlug vor, ein Angebot abzugeben. Noch am selben Abend waren Sokol und Greg Abel in Baltimore und legten ein Angebot für einen Barkauf vor. Das ist Berkshire: Was morgens um elf Uhr bloß ein Anruf Sokols war, ist schon am selben Abend ein persönlich vorgelegtes Kaufangebot!

Einmal habe Berkshire innerhalb von zwei Stunden eine Pipeline gekauft, erzählte Munger. Dynergy habe die Pipeline Northern Natural Gas von Enron erworben, dann ging das Unternehmen seinerseits vor die Hunde. Für den Abschluss benötigte Berkshire die Zustimmung der Regulierungsbehörde FERC, also sagte Buffett zu, er werde erfüllen, was auch immer die FERC nach dem Abschluss fordere.

Bei den meisten Geschäften müsse man die Aktionäre zufriedenstellen, aber bei Transaktionen im Versorgerbereich gehe es darum, die *Regulierer* glücklich zu machen, sagte Buffett.

## China

Viel Lob fand Munger für die Wirtschaftspolitik Chinas: Sie zähle zu den erfolgreichsten weltweit. Wachstum sei für das Land so bedeutsam und so wichtig, dass es nur ein Randaspekt sei, wenn der Dollar an Wert verliere. Es sei Ziel der Chinesen, es überall auf der Welt zu erschweren, mit ihnen in Konkurrenz zu treten. Genau das hätten sie getan und genau das würden sie auch zukünftig tun.

## General Re

Nach einem schrecklichen Start laufe es bei General Re mittlerweile gut, sagte Buffett.

Als Berkshire das Unternehmen 1998 übernahm, hatte General Re alles andere als einen guten Ruf. Vielmehr herrschte dort das reinste Chaos. Dank Tad Montross und Joe Brandon wurde das Geschäft auf ein solides Fundament gestellt. Jetzt hat Buffett ein ausgesprochen gutes Gefühl, was die Zukunft anbelangt.

Manchmal sei es wichtig, aus Zitronen Limonade zu machen, merkte

Munger an. Weder sei es hübsch noch angenehm gewesen, aber Joe Brandon sei bei der ganzen Transaktion ein wahrer Held gewesen.

## Versicherung

Sie würden über ein großartiges Versicherungsgeschäft verfügen, sagte Buffett. Seine schlimmste Prognose gehe davon aus, dass Berkshire bei einer schweren Branchenkatastrophe mit drei bis vier Prozent Verlust involviert sei. Der Wirbelsturm Katrina beispielsweise habe den Versicherern 60 Milliarden Dollar Verlust beschert, Berkshire büßte davon weniger als 3 Milliarden Dollar ein.

Bei einem Schadensereignis, das 100 Milliarden Dollar koste, werde Berkshire nun zwischen 3 Milliarden und 4 Milliarden Dollar bezahlen müssen, schätzte Buffett.<sup>13</sup>

## Swiss Re: Ein Vier-Gänge-Menü

Buffett erzählte noch eine weitere aufregende Anekdote, in der es um rasches Handeln ging. Im Mittelpunkt stand dabei Swiss Re. Die Schweizer standen im Zuge der Krise vergangenes Jahr unter extremem Druck.

Buffett traf sich mit den Schweizern in Washington, um ein Geschäft auszuarbeiten, das ihre Bedürfnisse erfüllte und gleichzeitig für Berkshire gut war. Er betonte, dass die Probleme bei Swiss Re nichts mit den Zeichnungsstandards zu tun gehabt hätten, sondern ausschließlich mit der Kapitalausstattung.

Man vereinbarte einen proportionalen Rückversicherungsvertrag, im Zuge dessen Berkshire für einen Zeitraum von fünf Jahren 20 Prozent des Rückversicherungsgeschäfts von Swiss Re im Bereich Sach- und Unfallversicherung bekommen werde.

Zuvor hatte Berkshire im vergangenen Jahr drei Prozent der Anteile von Swiss Re erworben. Im Februar 2009 investierte Berkshire dann 3 Milliarden Schweizer Franken in eine 12-prozentige nachrangige Wandelanleihe, die zwei Jahre lang zu 120 Prozent kündbar ist oder in drei Jahren zu 25 Franken pro Aktie umgewandelt werden kann.

Die Wahrscheinlichkeit sei hoch, dass die Anleihe gekündigt wird, auch wenn ihn das nicht glücklich mache, sagte Buffett. Darüber hinaus hat Berkshire mit Swiss Re auch noch ein Adverse Loss Cover über 2 Milliarden Schweizer Franken vereinbart.<sup>14</sup> Damit stieg Berkshires Float zum Ende des Quartals auf knapp über 60 Milliarden Dollar.

Noch einmal zusammengefasst: Berkshire kaufte Swiss-Re-Aktien, unterzeichnete einen 20-prozentigen proportionalen Rückversicherungsvertrag, investierte in eine mit 12 Prozent verzinste Wandelanleihe und lieferte ein Adverse Loss Cover. Das kann man wohl optimale Gewinnmaximierung nennen!

# Hoffnung für die Welt

Ständig gebe es sehr viel, was mit der Welt nicht stimme, aber es handle sich nun einmal um die einzige Welt, die wir haben, sagte Buffett. Zum Glück würde es den Menschen immer besser ergehen.

All seinen Fehlern zum Trotz funktioniere das kapitalistische System und setze das Potenzial der Menschen frei. Man sehe sich nur an, dass bei der Aktionärsversammlung von Berkshire 35.000 Menschen anwesend waren – das hätte 1790 einem Prozent der Gesamtbevölkerung der Vereinigten Staaten entsprochen!

Der Kapitalismus werde uns auch schlechte Jahre bescheren, räumte Buffett ein. Im 19. Jahrhundert habe es sechs Börsenpaniken gegeben. Doch trotz dieser Störungen seien wir alles in allem in raschem Tempo gewachsen. Im 20. Jahrhundert habe sich der Lebensstandard um den Faktor 7 verbessert. Schwarze hätten früher nur zu drei Fünfteln als Mensch gegolten und in den ersten 130 Jahren der Vereinigten Staaten durften Frauen nicht wählen. Wir haben menschliches Potenzial verschwendet. Unsere Kinder und Enkelkinder werden immer besser leben.

Was den inneren Wert des Unternehmens angehe, wiederholte Buffett, er hoffe, zwei Prozentpunkte schneller als der S&P 500 zu wachsen. Das sei weit von den zehn Prozentpunkten jährlich entfernt, um die er den Markt in den Zeiten seiner Partnerschaft schlug.

Munger strahlte dennoch: Berkshires beste Zeiten, um einen Beitrag für die Gesellschaft zu leisten, würden erst noch kommen. Die Menschheit stehe kurz davor, *das* technische Problem unserer Zeit zu lösen – die Solarenergie. Billige, saubere, speicherbare Energie werde die Welt verändern.

„Da mein Tod immer näher rückt, werde ich mit Blick auf die Zukunft, die ich nicht mehr erleben werde, immer optimistischer“, sagte Munger.

Er sprach vom Potenzial der Solarenergie, den endgültigen Durchbruch herbeizuführen. Dadurch würden die zentralen technischen Probleme der Menschheit gelöst. Er sei begeistert, dass MidAmerican Energy und BYD dabei eine Rolle spielen, sagte Munger. Wenn uns erst ausreichend saubere Energie zur Verfügung steht, können wir alles Mögliche erreichen.

1 Wenn Buffett zu optischen Hilfsmitteln greift, passen wir immer ganz besonders auf.

2 Anm. d. Übers.: Equity Kicker sind Kaufoptionen auf einen definierten Anteil am Grundkapital eines Unternehmens, i. d. R. in Verbindung mit der Gewährung nachrangiger unbesicherter Darlehen (Quelle: [Wirtschaftslexikon24.com](http://Wirtschaftslexikon24.com)).

3 Das ist wahrlich die beste aller Welten: Renditen im zweistelligen Prozentbereich UND Genussrechte! Und Buffett war noch lange nicht fertig. Bis Jahresende erwarb Berkshire für 3 Milliarden Schweizer Franken eine Wandelvorzugsaktie mit 12 Prozent Rendite von Swiss Re und investierte 3 Milliarden Dollar in eine Wandelvorzugsaktie von Dow Chemical mit 8,5 Prozent Rendite. Insgesamt

- sprechen wir also über 20 Milliarden Dollar, die in hochrentable Wertpapiere mit Equity Kicker flossen. Unfassbar!
- 4 Für Corey und mich war diese Nachricht Balsam für unsere geschundenen Egos.
  - 5 Also konzentriert man sich am besten auf den *Prozess*, nicht auf das Resultat.
  - 6 Wir glauben, er bezieht sich auf die ungewichtete Eigenmittelquote von 1,5 zu 1. Sie hat Berkshires Renditen in einem Boommarkt beflügelt, nun hebelt sie die Verluste, die bei einem Markteinbruch auflaufen.
  - 7 Die aktuellen Zahlen kennen wir nicht, aber über weite Teile des vergangenen Jahrzehnts hat GEICO mehr Geld in die Werbung gepumpt als der gesamte Rest der Kfz-Versicherer *zusammen*.
  - 8 Bei der Aktionärsversammlung von Wesco Financial sprach Munger ebenfalls sehr viel über das Stromnetz.
  - 9 Wer kann es mit Buffetts Informationsfluss aufnehmen?
  - 10 Dabei kommt uns der Gedanke, dass Munger vielleicht kurz davor steht, eine neue analytische Kennzahl zu verkünden, nämlich das KIV, das „Kurs-Ingenieur-Verhältnis“. Vergangenes Jahr hatte uns Munger ja „GURF“ geschenkt, den Faktor „Good until reached for“.
  - 11 Berkshire hat durch irische Banken vergangenes Jahr einige hundert Millionen Dollar verloren.
  - 12 Berkshire gehören 20 Prozent von Moody's.
  - 13 Und wieder fragen wir uns, wie Berkshire bei Rückversicherungen einen Marktanteil von sechs bis sieben Prozent haben kann, aber im Katastrophenfall nur drei bis vier Prozent der Kosten tragen müsste.
  - 14 Anm. d. Übers.: Dabei gewährt der Rückversicherer Deckung dafür, dass für bereits eingetretene, aber noch nicht gemeldete Schäden noch keine Schadenreserven gebildet wurden beziehungsweise diese nicht ausreichen.



# 2010

**VERANSTALTUNGSORT**Qwest Center

**TEILNEHMERZAHL**40.000

## **EINZELHEITEN ZU DIESEM JAHR**

- Fast sechs Stunden lang beantworteten Munger und Buffett Fragen der Aktionäre.
- Unter den Höhepunkten aus dem diesjährigen Streifen:
  - eine längere Ehrung von Burlington Northern Santa Fe;
  - das jährliche GEICO-Rockvideo der Mitarbeiter mit Buffett als Axl Rose;
  - Zu Beginn der neunten Spielrunde betritt „Warren the Whip“ (mit der Rückennummer „1/16“) für die Boston Red Sox im Spiel gegen die New York Yankees das Baseballfeld. Bei diesem Clip haben sie es geschafft, nahezu alle der rund 70 Unternehmen zu erwähnen, die Berkshire gehören.
- Corey und Daniel nahmen auch an der Jahreshauptversammlung von Wesco Financial teil. Dort hat Charlie Munger den Vorsitz. Wir haben einige Kommentare aus dem Treffen hier einfließen lassen.

## **RANG IM FORTUNE 500**11

- Hinsichtlich seines Umsatzes rangiert Berkshire nun unter den Top 10. Rechnet man den 2009er-Umsatz des kürzlich übernommenen Unternehmens Burlington Northern Santa Fe (BNSF) hinzu, wäre Berkshire 2009 auf einen Umsatz von etwa 126 Milliarden Dollar gekommen und hätte damit knapp vor AT&T auf Rang 7 gelegen.

**AKTIENKURS** 99.238 Dollar

Heutiger Wert eines 1964 investierten Dollar: **8.022 Dollar** Berkshires  
Buchwert pro Aktie ist von 19,46 Dollar auf **95.453 Dollar** (ein Zuwachs  
von durchschnittlich **20,2 Prozent** pro Jahr) gestiegen. Der S&P 500  
legte im selben Zeitraum um durchschnittlich **9,3 Prozent** pro Jahr zu.

*[OceanofPDF.com](https://oceanofpdf.com)*



# HÖHEPUNKTE AUS DEN NOTIZEN FÜR 2010

---

## Gewinn im ersten Quartal – Die Erholung nimmt Fahrt auf

Buffett eröffnete das Treffen mit einer Folie, auf der zu lesen war, dass Berkshire im ersten Quartal 2,2 Milliarden Dollar Gewinn erzielte. Im Vorjahr waren es 1,7 Milliarden Dollar gewesen.

Besonders erfreut gab sich Buffett über Zuwächse in der Schwerindustrie. Dort gibt es keine Lagerbestände. So hat beispielsweise bei BNSF die Zahl der im Einsatz befindlichen Eisenbahnwaggons deutlich zugenommen. ISCARs Werkzeuge zur Metallbearbeitung kommen überall auf der Welt an Montagebändern zum Einsatz und hier hat die Nachfrage stark angezogen. Auch die Marmon Group meldete einen Anstieg der Nachfrage.

Die Folie weise keinen Gewinn pro Aktie aus. Das geschehe grundsätzlich nicht, wie Buffett erklärte. So etwas führe zu oft nur zu einer Manipulation der Zahlen. Er zitierte aus einem Artikel des *Wall Street Journals*<sup>1</sup>, der sich mit einer Studie aus Stanford befasste. Im Rahmen der Studie wurden fast eine halbe Million Unternehmensberichte über einen Zeitraum von 27 Jahren hinweg bis auf einen Zehntel Penny hin analysiert.

Das Ergebnis der Untersuchung: Die Gewinnzahlen endeten selten in einem Viertelcent. Die Autoren zogen daraus die Schlussfolgerung, dass die absolute Mehrheit der Firmen an den Zahlen drehe, um aufrunden zu können!<sup>2</sup> Weiter hieß es, diese Zahlenspielerereien seien ein guter Indikator dafür, welche Unternehmen später in Bilanzprobleme verwickelt sein könnten. Das tue den Unternehmen nicht gut, schloss Buffett.

Auf die Frage, ob er etwas dazu zu sagen habe, erklärte Munger: „Ich stimme dir zu.“

„Er ist der perfekte Vice Chairman“, witzelte Buffett.

## Goldman Sachs

Da er eine Fragerunde zu den Ermittlungen der Börsenaufsicht gegen Goldman Sachs erwartet hatte, hatte Buffett eine ausführliche Antwort parat. Er sagte, soweit er die fragliche – „Abacus“ genannte – Transaktion verstehe,

unterschiede sie sich nicht von vielen Transaktionen, die Berkshire im Laufe der Jahre abgewickelt habe. Für jeden Käufer gibt es auf der anderen Seite einen Verkäufer.

Hinzu komme, dass es sich bei einer der beteiligten Parteien mit ACA um einen Anleiheversicherer handele, also um jemanden, der aktive Erfahrung im Umgang mit derartigen Hypothekepaketen vorweisen könne. Es könne hier kaum die Rede von ahnungslosen Parteien sein.<sup>3</sup>

Buffett warf eine Folie an die Wand, auf der Angaben zu einem acht Milliarden Dollar schweren Paket mit Kommunalanleihen aus unterschiedlichen amerikanischen Bundesstaaten zu sehen waren. Buffett hatte zugestimmt, dieses Paket für eine Prämie in Höhe von 160 Millionen Dollar zu versichern.

Er habe dieses Urteil mithilfe seiner eigenen Analyse durchgeführt. Ihm sei es egal gewesen, wer sein Gegenüber bei dieser Transaktion gewesen sei. Ergebe das Geschäft Sinn und sei die Prämie hoch genug, werde er dem Geschäft zustimmen und es würde ihm, sollte er bei dem Geschäft einen Verlust erleiden, auch nicht in den Sinn kommen, sich später hinzustellen und herumzujammern, wie ungerecht er behandelt worden sei.

Für den Goldman-CEO Lloyd Blankfein hatte Buffett viel Lob übrig. Munger stimmte ihm zu und sagte: „Es gibt jede Menge CEOs, die verschwinden können, wenn es nach mir geht – Blankfein gehört nicht dazu.“

Er fügte allerdings hinzu, dass jedes Unternehmen auch mal Geschäfte ablehnen und nach einem höheren Niveau als „Das Gesetz lässt es zu“ streben sollte.

Buffett hatte eine Empfehlung für Blankfein zum Umgang mit der Krise: „Korrigieren. Rasch handeln. Alles ausmisten. Thema abhaken.“

Für Berkshire ist Buffett zufolge die SEC-Klage sogar positiv, weil es vermutlich dazu führen wird, dass Goldman später als gedacht die fünf Milliarden Dollar schwere, mit zehn Prozent verzinste Wandelanleihe zu 110 Prozent vom Nominal aufkündigen wird. Diese Anleihe bringt Berkshire 500 Millionen Dollar im Jahr beziehungsweise jede Sekunde 15 Dollar. Jedes Ticken der Uhr zwischen jetzt und dem Aufkündigen bedeute weitere 15 Dollar für Berkshire. Tick, tick, während er schlafe, tick, tick, am Wochenende, tick, tick ...

Buffett liebt diese Investition.

Er legte noch eine weitere Folie auf. Darauf zu sehen war der Financial Tombstone<sup>4</sup> einer 5,5 Millionen Dollar schweren, mit acht Prozent verzinsten Anleihe von Diversified Retailing (die tatsächlich so hießen, obwohl sie nur ein einziges Geschäft besaßen). Ausgestellt 1967, fällig am 1. November 1985.

Zwei der wichtigsten Underwriter seien nicht aufgeführt, so Buffett: Gus Levy von Goldman Sachs und Al Gordon von Kidder Peabody. Beide hätten

zugestimmt, sich mit 350.000 Dollar an dem Geschäft zu beteiligen, aber nur unter der Bedingung, dass sie auf dem Financial Tombstone nicht aufgeführt werden. Buffett war dankbar dafür, dass sie ihm vor 43 Jahren geholfen hatten.<sup>5</sup>

## Finanzregulierung

1.550 Seiten umfasst der Gesetzentwurf für die Finanzregulierung. Munger zweifelte an, dass auch nur ein einziges Mitglied des Kongresses das Werk tatsächlich gelesen hat. Er sieht allerdings eine eindeutige Notwendigkeit, das System der Investmentbanken weniger freizügig zu gestalten. Die Zahl der erlaubten Aktivitäten muss reduziert werden, die Komplexität muss abgebaut werden. Der *Glass-Steagall Act*<sup>6</sup> muss wieder in Kraft treten.

Die Sparkassen hätten es dank ihres eng begrenzten Konstrukts jahrelang geschafft, Probleme zu vermeiden. Sobald die Auflagen gelockert wurden, braute sich gewaltiger Ärger zusammen.

„Wenn man den Menschen die Gelegenheit dazu gibt, führen sie sich auf wie Dummköpfe“, klagte Munger.

Bei der Aktionärsversammlung von Wesco Financial arbeitete Munger mit dem Bild eines Fußball-Schiedsrichters. Verfüge Team 1 über einen außerordentlich guten Spieler, liegt es im besten Interesse von Team 2, diesen Spieler ordentlich zusammenzutreten, um ihn aufzuhalten. Damit nicht alles aus dem Ruder laufe, brauche man einen Schiedsrichter. Ähnlich sei es in der stark von Konkurrenz geprägten Welt des Investmentbankings. Jeder strebe aggressiv danach, besser als alle anderen abzuschneiden, was zu einem System führe, bei dem früher oder später alle durchdrehen.

Die Investmentbanken würden hart zurückschlagen, so Munger. Es sei wie bei einem Taucher, der an einem dünnen Luftschlauch hängt und nicht will, dass irgendjemand auf seinen Luftschlauch tritt. Die Banken werden diesen Luftschlauch verteidigen, als hänge ihr Leben davon ab, insofern seien harte Maßnahmen erforderlich.

Wäre er ein wohlwollender Despot, würde er Paul Volcker wie einen Waschlapen aussehen lassen, schloss er.

## Reform bei Derivaten

Buffett erklärte, wofür er sich kürzlich starkgemacht hatte. Er kämpft dafür, dass ein Aspekt des Gesetzes zur Finanzmarktaufsicht überarbeitet wird. Dabei geht es um Sicherheiten für bestehende Derivatkontrakte. Es schien, als würde das Gesetz rückwirkend Hunderte Firmen zwingen, zusätzliche Sicherheiten beizubringen, ohne dafür angemessen entschädigt zu werden.

„Verkaufe ich mein Haus unmöbliert, ist das der eine Preis“, formulierte es Buffett. „Wenn Sie später kommen und es möbliert haben wollen, dann müssen Sie mir halt mehr bezahlen.“

Berkshire sei gerade ein Kontrakt mit zwei unterschiedlichen Preisen vorgelegt worden – 7,5 Millionen Dollar ohne Sicherheit, 11 Millionen Dollar für vollständige Besicherung. Ob die Klausel im Gesetz im Einklang mit der Verfassung stehe, sei fraglich, sagte Munger. In jedem Fall sei sie sowohl ungerecht als auch dumm.

## Griechenland und der Dollar

Weltweit scheinen sich die Währungen in einer Abwärtsspirale zu befinden.

Die Ereignisse der vergangenen Jahre hätten ihn pessimistischer gestimmt, was den Werterhalt von Währungen auf lange Sicht betrifft, sagte Buffett. Er betonte, dass ein Zahlungsverzug der USA ein Ding der Unmöglichkeit sei, weil das Land sein Geld selber drucke und im Notfall die Druckerpressen anwerfe könne. Griechenland dagegen befinde sich in einer komplizierteren Situation. Das Land verfüge zwar über Souveränität, was den eigenen Staatshaushalt angeht, aber als Teil der Eurozone könne es nicht beliebig eigenes Geld drucken. Griechenland sei ein Testfall für die Belastbarkeit des Euro.

In der Vergangenheit seien die USA konservativ gewesen und hätten deshalb fantastische Kreditkonditionen erhalten, warf Munger ein. Diese Bonität habe geholfen, zunächst den Zweiten Weltkrieg zu finanzieren und dann – in einer der großartigsten außenpolitischen Entscheidungen aller Zeiten – auch den Marshall-Plan, mit dessen Hilfe Deutschland und Japan wiederaufgebaut werden konnten. Inzwischen jedoch habe die Regierung die Kreditlinien zu lang zu hart strapaziert. Griechenland sei nur der Anfang einer interessanten Phase, in der wir erleben werden, was geschieht, wenn Regierungen es übertreiben und damit auf die Nase fallen.

Buffett warf ein, dass ein Haushaltsdefizit von zehn Prozent des BIP keine nachhaltige Angelegenheit sei. Es werde eine interessante Erfahrung sein zu verfolgen, wie sich die Welt Land für Land gewaltige Defizite abgewöhnt.

Substanzlose Versprechungen seien viel ärger als gemeldete Probleme, so Munger. Alles könne glatt gehen, solange die Wirtschaft wachse. Bleibt das Wachstum aus, hat man es mit einem sehr schwierigen Problem zu tun.

## Höhere Inflation

Die vorigen Bemerkungen haben es bereits angedeutet: Wahrscheinlich werden wir in Zukunft höhere Inflationsraten erleben.

Seit 1930 habe der Dollar um mehr als 90 Prozent abgewertet, dennoch hätten die USA ganz ordentlich abgeschnitten, sagte Buffett. Weltweit sei die Wahrscheinlichkeit gestiegen, dass die Inflation zunimmt. Die Medizin, die gegen die Krise verabreicht wurde (Schulden in gewaltiger Dosis), war okay, aber wenn dauerhaft Defizite auflaufen, die gemessen als Anteil am BIP hoch sind, entwerte das auf Sicht den Wert der Währung.

Buffett und Munger wetten beide darauf, dass die Inflation in den kommenden Jahren höher liegt, möglicherweise deutlich höher.<sup>7</sup>

## Die größte globale Herausforderung

Wie schon in den vergangenen Jahren bezeichnete Buffett einen gewaltigen Angriff mit Atomwaffen oder biochemischen Waffen als größte Bedrohung der Zivilisation. Für einen Zeitraum von 50 Jahren betrachtet, ist die Wahrscheinlichkeit groß, dass es zu einem derartigen Anschlag kommt. Für einen Zeitraum von einem Jahr dagegen ist die Wahrscheinlichkeit gering.

Im Verlauf der Menschheitsgeschichte wurden allen Störungen zum Trotz unglaubliche Fortschritte gemacht. Die USA seien insofern bemerkenswert, als sie besser als jedes andere Land das menschliche Potenzial freigesetzt hätten. 1790 habe ein Bauer möglicherweise davon geträumt, dass jemand ein Werkzeug erfindet, dass seinen Arbeitstag von zwölf auf zehn Stunden verkürze. Damals sei die Bevölkerungszahl der USA im Vergleich zu China sehr viel geringer gewesen, aber man sehe sich nur an, wie gut sich Amerika entwickelt habe.

Die Leute bei Berkshire seien möglicherweise auch nicht klüger als die Menschen, die vor 200 Jahren gelebt haben, so Buffett, aber: „Junge, was ist unser Leben besser!“

## Nachfolgeregelung

Wieder einmal betonte Buffett gegenüber den Aktionären, dass die Pläne für die Nachfolge gesichert seien. Ein neuer CEO könne jederzeit kurzfristig übernehmen.

Er sei recht zuversichtlich, dass die Unternehmenskultur von Berkshire auch nach dem Abgang des Gründers noch sehr, sehr lange fortbestehen werde, sagte Munger. Und Buffett warf ein, dass sich die Kultur bei Berkshire inzwischen in hohem Maße selbst verfestige.

Es sei eine wirklich harte Aufgabe, eine bestehende Unternehmenskultur zu verändern, so Buffett. Für Berkshire sei es von Vorteil, dass die Unternehmenskultur fest verwurzelt sei und sich weiterentwickle, seit Buffett 1965 damit begann, immer mehr Firmen hinzuzukaufen.

## Kapitalintensive Firmen

Warum investiert Berkshire in kapitalintensive Firmen – das sei die Frage, die er sich an allererster Stelle stellen würde, erklärte Buffett.

Berkshire ist bekannt dafür, Unternehmen zu finden, die Barmittel in rauen Mengen generieren und gar keine oder nur geringe Investitionen benötigen – Unternehmen wie See's Candy. Der Cashflow aus diesen Firmen wurde nach Omaha umgeleitet, wo Buffett die Aufgabe zufiel, die Mittel in

die nächste Cash-Maschine zu stecken.

Je größer Berkshire wurde, desto schwieriger wurde es allerdings für Buffett, diese Milliarden an Barreserven sinnvoll arbeiten zu lassen. Also wechselte Buffett die Gangart. Beginnend 1999 mit MidAmerican Energy, entdeckte Buffett den Reiz von Unternehmen, die die von ihnen erzeugten Barmittel wieder investieren können, immer vorausgesetzt, dass dies anständige Renditen abwirft.

In dieses Muster passt der Besitz eines Versorgers wie MidAmerican Energy. Jeden Cent seiner generierten Barmittel hat MidAmerican Energy wieder in das Versorgergeschäft gepumpt, größtenteils zu regulierten Renditesätzen von elf bis zwölf Prozent. Nicht sensationell, aber die Investition hat sich sehr ordentlich entwickelt.

Nach dieser Erfahrung war Buffett bereit für eine weitere. Kürzlich schloss Berkshire die Übernahme von Burlington Northern Santa Fe ab, einem weiteren stark kapitalintensiven Geschäft. Hier erwartet er Kapitalrenditen im niedrigen zweistelligen Prozentbereich.

Im 10-Q<sup>8</sup> für das erste Quartal prognostiziert Berkshire, dass sich die Kapitalausgaben der beiden Tochterunternehmen 2010 auf 3,9 Milliarden Dollar belaufen werden.

## Schulden gegen Aktien

Bevor man eine Anleihe kauft, so Buffett, müsse man zunächst eine analytische Hürde nehmen und sich die Frage stellen: „Wird das Unternehmen schließen?“ Bevor man dagegen ein Wertpapier kauft, müsse man eine ungleich schwerere Frage beantworten: „Wird das Unternehmen gedeihen?“

Aus diesem Grund habe Berkshire bei Harley-Davidson nicht Aktien gekauft, sondern die mit 15 Prozent verzinsten Anleihe. Es stehe für ihn außer Frage, dass das Unternehmen im Geschäft bleiben werde, sagte Buffett und scherzte: „Ein Unternehmen, dessen Namen sich die Kunden auf die Brust tätowieren, muss man einfach lieben!“

Harley-Davidsons langfristige Aussichten abzuschätzen, sei dagegen deutlich schwieriger, vor allem inmitten einer Krise.

Überraschenderweise (zumindest für uns) fügte Buffett noch hinzu, hätte Goldman ihm eine zwölfprozentige unkündbare Anleihe anstatt einer zehnprozentigen kündbaren Anleihe plus Optionsschein angeboten, hätte er die zwölfprozentige Anleihe genommen.

Berkshire habe einen Teil seiner rund 60 Milliarden Dollar an Verbindlichkeiten in Titeln mit bis zu 50 Jahren Laufzeit, insofern werde das Unternehmen niemals all sein Geld in Aktien investieren.

Wenn Berkshire treuhänderisch investiere, unterliege es Einschränkungen bei der Frage, wie aggressiv es Aktien kaufen könne, warf Munger ein. Dabei

könne es ein sehr vielversprechendes Feld sein, in die Aktien angeschlagener Unternehmen zu investieren.

## Ajit

Jahr um Jahr singt Buffett allerhöchste Loblieder auf Ajit Jain, den Leiter des zu Berkshire gehörenden Rückversicherers National Indemnity. Im Jahresbericht witzelte Buffett: „Sollten Charlie, ich und Ajit irgendwann einmal in einem sinkenden Boot sitzen und Sie können nur einen von uns retten – schwimmen Sie zu Ajit.“

Jain hat entscheidend dazu beigetragen, dass Berkshires Float aus dem Versicherungsgeschäft weit über alles hinaus angewachsen ist, was Buffett vor vielen Jahren für möglich gehalten hätte.

Vor drei Jahren übernahm Ajit gewaltige Verbindlichkeiten von Lloyds, ein Kontrakt, der Berkshire eine Prämie von 7,1 Milliarden Dollar einbrachte. Vergangenes Jahr handelte er im Bereich Lebensversicherungen einen Kontrakt aus, der Berkshire im Verlauf der nächsten 50 Jahre 50 Milliarden Dollar Prämien einbringen könnte.

Buffett hatte bezweifelt, dass Berkshires Float in den kommenden Jahren weit über die derzeitigen 63 Milliarden Dollar hinaus anwachsen könnte, aber er räumte ein, es gebe stets die Möglichkeit einer Transaktion, die den Float vermehren könne.

Ajit leite seine 30 Mitarbeiter in einer Art und Weise, die den Führungsstil von Jesuiten hinsichtlich der Freiheiten ihrer Mitglieder als liberal erscheinen lässt, sagte Buffett. Es sei ein sehr disziplinierter Arbeitsablauf.

Sollte Ajit nicht mehr da sein, wäre das ein enormer Verlust für Berkshire, aber das Unternehmen könne auch weiterhin einige der großen Geschäfte stemmen, für die es berühmt geworden ist.

## Lektionen im Geldverdienen

Gelegentlich würden Menschen verrückte Dinge tun und das stehe nicht im Zusammenhang mit dem IQ, so Buffett. Man bekomme den Hang zur Verrücktheit nicht aus den Menschen heraus.

Auf den Einzelnen bezogen unterstrich Buffett noch einmal, wie wichtig es seiner Meinung nach ist, sich schon früh im Leben gute finanzielle Gewohnheiten anzutrainieren. Charlie und er hätten Glück gehabt. Sie seien in Haushalten aufgewachsen, in denen einem die grundlegenden Dinge über den Umgang mit Geld beigebracht wurden. Es sei viel wichtiger, die elementaren Dinge zu verstehen, also solche, für die man keinen hochtrabenden Titel benötige.

McDonald's sei ein großartiger Lehrer für die amerikanische Arbeiterschaft gewesen, sagte Munger: Das Unternehmen lehre die Menschen, pünktlich zur Arbeit zu erscheinen, effizient zu arbeiten und

andere wichtige Dinge. Es habe bei der Ausbildung des Landes einen gewaltigen Effekt gehabt.

Buffett bewarb zudem „The Secret Millionaires Club“, eine Zeichentrickserie, in der Kinder etwas über Geld beigebracht wird.

## Steuern

Buffett wurde dafür kritisiert, einerseits zu erklären, höhere Steuern für die Wohlhabenden seien angebracht, gleichzeitig aber Erbschaftssteuern zu umgehen, indem er Berkshire-Anteile für wohltätige Zwecke spende. Er forderte die Menschen auf, seinem Beispiel zu folgen. Man zahle weniger Steuern und wahrscheinlich werde das Geld viel Gutes bewirken.

Munger warf ein, dass Warren – so wir alle – letztlich 100 Prozent Steuern bezahlen werde, denn wenn wir sterben, können wir nichts mitnehmen.

Landesweit beträgt der Regierungshaushalt 25 bis 26 Prozent vom BIP, davon stammen etwa 15 Prozentpunkte aus Steuereinnahmen und 10 Prozent aus der Defizitfinanzierung. Um das Defizit zu reduzieren, müsse man einen Mittelweg aus geringeren Ausgaben und höheren Steuern finden, sagte Buffett.

## NetJets

Er habe einen Fehler bei NetJets begangen und zu viele Flugzeuge zu einem zu hohen Preis gekauft, räumte Buffett ein. Er lobte David Sokol sehr dafür, dass er die Dinge zum Besseren gewendet habe und ein Gleichgewicht zwischen Betriebskosten und Umsatz erreichen konnte.

Das sei nicht der erste Fehler, den er begangen habe, sagte Buffett. Berkshire sei 20 Jahre lang im Textilgeschäft aktiv gewesen, obwohl ihm bewusst war, dass es ein schlechtes Geschäft ist. „Ich bin endlich aufgewacht“, witzelte Buffett. „Ich war Rip Van Winkle!“<sup>9</sup>

Munger stellte die Episode noch in folgenden Zusammenhang: Wenn man 30 Unternehmen mit historisch erfolgreichen Managern nehme und es 95 Prozent der Zeit gut gehe, sei ein Fall darunter, bei dem es nicht so gut laufe.

Im Fall von NetJets habe man es mit einem guten Franchise-Unternehmen zu tun. Was verloren ging, waren frühere Gewinne. Insgesamt handele es sich aber um ein gutes System.

## BYD

Bei der Jahreshauptversammlung von Wesco Financial schwärmte Munger, es sollte ihn wundern, sollten sie jemals ein anderes Unternehmen auftun, das so gut wie BYD ist. Es sei vor allem David Sokol zu verdanken, dass er, Munger, sich mit dem Thema befasst habe.

Es sei ziemlich einzigartig, was BYD bereits alles erreicht habe, von einem



Start-up-Unternehmen könne hier also gar keine Rede sein. Besonders beeindruckt habe ihn der Firmengründer Wang Chuanfu (der dank der deutlichen Kursgewinne der BYD-Aktie kürzlich zum reichsten Mann Chinas gekürt wurde). BYD werde gut laufen, da es mit seinen Batterien und Elektroautos große globale Probleme löse.

Mit Burlington Northern, MidAmerican und nun noch BYD habe Berkshire einen ordentlichen Anteil an Ingenieurswissen versammelt, sagte Munger. Das gefalle ihm.

Er erzählte, wie er, als er noch jünger war, ein ordentliches Sümmchen Geld bei einem Wagniskapitalgeschäft versenkt hat. Das Unternehmen verlor seinen wichtigsten Erfinder an eine Konkurrenzfirma und dann wurde sein Oszilloskop durch die neue Magnetbandtechnik obsolet gemacht. Das habe ihm Technologie-Investitionen seitdem immer verleidet – bis zu BYD.

BYD zeige, dass man bei Berkshire immer noch lernfähig sei, sagte Munger.

## Vergütung

Berkshire besitzt über 70 unterschiedliche Firmen, deshalb benötigt es auch eine breite Spanne an Vergütungsmodellen, sagte Buffett. Burlington Northern beispielsweise benötige jede Menge Kapital, See's Candy hingegen gar keines.

Bei jedem Unternehmen werde auf andere Weise gemessen, ob und wie der Geschäftswert gesteigert werden konnte. Buffett will belohnen, dass die Spanne vergrößert wird.

GE und viele andere große Firmen hätten eine zentralisierte Personalabteilung, die sich um derartige Dinge kümmere, sagte Munger. Dem Unternehmen von der Zentrale aus etwas aufzuzwingen, könne jedoch Unmut wecken. Berkshire sei das Gegenteil – ein völlig dezentralisiertes Management. Schon erstaunlich, wie einfach es gewesen sei, wie gut es funktioniert habe und wie wenig Zeit darauf verwendet worden sei.

## Erlaubte Renditen

Bei Versorgern betragen die Kapitalrenditen abhängig von den Vorgaben der jeweiligen staatlichen Regulierer zwischen elf und zwölf Prozent. Berkshire wird mit ziemlicher Gewissheit auf diesen Satz kommen, da die Nachfrage nach Elektrizität wahrscheinlich nicht deutlich nachgeben wird.

Eisenbahnen sind eine riskantere Sache, da hier das Geschäft stärker von der Konjunkturlage abhängig ist. Allerdings ist es für die Gesellschaft gut, wenn die Investitionen in das Schienennetz größer als der Wertverlust sind.

Dieses gemeinsame Interesse spricht dafür, dass Berkshire mit Burlington Northern anständige Profite erzielen wird und dass es in den kommenden 30 Jahren dringend benötigte Investitionen in die Eisenbahn geben wird.

Eisenbahnen hätten sich in einem regulierten System als enorm erfolgreich erwiesen, sagte Munger. Sie seien während der vergangenen 50 Jahre komplett umgekrempelt worden und der durchschnittliche Zug sei heute im Durchschnitt doppelt so lang und doppelt so schwer.

## Versicherungsrisiken

Die beiden größten Katastrophenrisiken sind aus Sicht von Buffett Erdbeben und Wirbelstürme.

Aktuell seien die Prämien schlecht, insofern sei Berkshire weniger aktiv gewesen. Berkshire sei bereit, ein maximales Risiko von 5 Milliarden Dollar zu akzeptieren. Katrina habe 3 Milliarden Dollar gekostet, die Anschläge vom 11. September 2 Milliarden Dollar.

Berkshire sucht sich teilweise absichtlich Gelegenheiten von großen Gesamtverlusten, bei denen alle anderen versuchen, diesen aus dem Weg zu gehen. Das ist ein großer Wettbewerbsvorteil. Es sei schon fast ein dauerhafter Vorteil, der mit jedem Jahr immer größer werde, sagte Buffett. Auf der anderen Seite habe man jemanden, der bestrebt ist, seine Gewinne zu glätten. Wenn Berkshire diesen Wunsch aufgreift, erhält es im Vorfeld hohe Prämien und bucht mit der Zeit größere, wenn auch unregelmäßigere Gewinne.

## Spekulation

„Spekulant<sup>en</sup> mögen als Luftblasen auf einem steten Strom des Unternehmertums keinen Schaden anrichten. Aber die Lage wird ernst, wenn das Unternehmertum die Luftblase auf einem Strudel der Spekulation wird. Wenn die Kapitalentwicklung eines Landes das Nebenerzeugnis der Tätigkeiten eines Spielkasinos wird, wird die Arbeit voraussichtlich schlecht getan werden.“<sup>10</sup>

Mit diesem Zitat aus Kapitel 12 von John Maynard Keynes' Buch *Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes* läutete Buffett eine ausführliche Diskussion über das Wesen der Spekulation ein. (Er fügte hinzu, dass Kapitel 12 die *beste* Beschreibung der Funktionsweise der Kapitalmärkte überhaupt sei.)

Wall Street sei zum Teil immer eine Art Spielkasino gewesen und gleichzeitig gesellschaftlich wichtig für das Einsammeln und Verteilen von Kapital. Der Kasino-Aspekt sei jedoch mit dem Aufkommen von Futures und Derivaten aus dem Gleichgewicht geraten.

Buffett zufolge wurde die Büchse der Pandora 1982 geöffnet, als der Kongress der Einführung von Futures auf die S&P-500-Unternehmen zustimmte. Das veränderte alles. Jetzt könne jeder den Index kaufen und die echten Unternehmen ignorieren. Damit war das Kasino offiziell für alle und

jeden eröffnet. Darüber hinaus erhielten die Kontrakte steuerlich eine Vorzugsbehandlung – 60 Prozent wurden als langfristiger Kapitalgewinn behandelt, 40 Prozent als kurzfristiger, und zwar unabhängig von der Haltedauer.

Buffett schrieb noch im selben Jahr den Kongressabgeordneten Dingell an und sagte ihm, dass 95 Prozent des Handels mit diesen Kontrakten das reinste Glücksspiel seien.

Es sei verrückt, dass Warren der einzige gewesen sei, der sich gegen das Gesetz ausgesprochen habe, sagte Munger und zitierte abschließend Bismarck: „Gesetze sind wie Würste – man sollte besser nicht dabei sein, wenn sie gemacht werden.“

## Kommunalanleihen

Auf die Frage, wie er die Möglichkeit von Zahlungsausfällen bei Kommunalanleihen einschätze, verwies Buffett darauf, dass die Stadt Harrisburg in Pennsylvania unlängst Insolvenz angemeldet hat.

Die eigentliche Frage sei die nach *Zusammenhängen*, so Buffett: Könnte es eine Ansteckung geben und dazu führen, dass viele Gemeinden zeitgleich zahlungsunfähig werden? Für Anleiheversicherer ist die Menge an Verbindlichkeiten im Vergleich zum Kapital, das dahintersteht, außerordentlich.

Die Regierung habe GM aus der Klemme geholfen, warum also könnte sie nicht auch einem in Not geratenen Bundesstaat beispringen, fragte Buffett. Das Problem sei ein subjektives Risiko des Versicherten: Wenn die Disziplinlosen nicht für ihr Verhalten bestraft werden, warum sollten sich dann andere diszipliniert verhalten?

Am klügsten sei es, so Munger, in Orte zu investieren, die prosperieren und die diszipliniert seien. Integrität sei immer noch von Bedeutung.

## Neues von „Buy American“

Buffett wurde zu seinem berühmten Artikel gefragt, der im Oktober 2008 unter der Überschrift „Buy American. I Am.“ (sinngemäß: „Kaufen Sie amerikanische Produkte. Ich tue es auch.“) in der *New York Times* erschien.

Er schreibe nur höchst selten Beiträge für die Zeitung und er sei damit ziemlich voreilig gewesen. Andererseits wisse er, dass auf lange Sicht Aktien besser als Anleihen oder Barmittel sein würden. Selbst nach der Kurserholung würde er für die kommenden zehn, zwanzig Jahre lieber Aktien als Anleihen besitzen.

Munger war da weniger zuversichtlich. Wertpapiere seien noch das geringste Übel aus einer Reihe schlechter Möglichkeiten. Er sehe eine lange Phase trüber Renditen aufziehen.

# Energie

In den USA gebe es 500.000 aktive Ölquellen und wir würden rasch ausbeuten, was über Millionen Jahre hinweg entstanden sei, sagte Buffett. Das habe beträchtlich zum Wohlstand der Welt beigetragen.

Er habe noch nicht aufgegeben, was die Fähigkeit der Menschen angehe, Probleme zu lösen, erklärte Buffett. Tatsächlich sei es, wenn man die Bedrohung durch ABC-Waffen außer Acht lasse, ein großartiger Zeitpunkt in der Menschheitsgeschichte, um geboren zu werden.

Die Welt sei heute weniger abhängig vom Erdöl als in der Vergangenheit, sagte Munger. Während der 1850er-Jahre habe die damalige Technologie Öl benötigt, um bewegt zu werden. Heute spiele Erdöl keine ganz so wichtige Rolle mehr.

Er zitierte den Physiker Freeman Dyson (der im Jahr 2000 den Templeton Prize gewann). Dyson sagte, es sei keine Katastrophe, wenn sich die Welt das Öl abgewöhne. Im Verlauf der nächsten 50 Jahre könnte unser Verbrauch von 85 Millionen Barrel pro Tag auf 55 Millionen Barrel pro Tag sinken. Munger sagte, wenn Freeman Dyson deswegen nicht besorgt sei, sollten wir es vermutlich auch nicht sein.

Solarenergie sei im Kommen begriffen, denn es liege so offensichtlich auf der Hand, dass sie benötigt werde, so Munger. Er würde allerdings noch keine Sonnenkollektoren kaufen, da sie noch günstiger werden würden. Sorge bereitet ihm weiterhin das Thema Ethanol. Fossile Brennstoffe und Wasser für das Wachstum des Mais einzusetzen, aus dem dann Ethanol hergestellt wird, sei eine „atemberaubend blödsinnige Idee“.

Optimistisch hingegen ist er, dass wir früher oder später ein kluges Stromnetz aufbauen werden. Munger hält unsere Energieprobleme für lösbar und glaubt, was sich letztlich als richtige Antwort herausstellt, könnte der Intuition zuwiderlaufen.

# Kraft

Berkshire gehören 8,8 Prozent der Kraft-Anteile.

Buffett erklärte, der Preis, den Kraft für die Übernahme von Cadbury's bezahlt habe, schmecke ihm nicht. Auch war er nicht glücklich darüber, dass Kraft, um Geld für den Zukauf aufzutreiben, DiGiorno Pizza zu Konditionen, die steuerlich unvorteilhaft waren, an Nestlé abtrat. Kraft werde für deutlich weniger gehandelt, als die einzelnen Konzernteile wert seien. Der aktuelle Preis liege unter dem Wert sehr guter Geschäftsfelder wie Kool-Aid und Jell-O.

Viele amerikanische Spitzenmanager glauben, sie wüssten zu viel, und träumen davon, einfachere Unternehmen mit weniger Konkurrenzdruck zu leiten, sagte Munger. Er erinnerte daran, wie Xerox den Versicherer Crum & Foster übernahm. Im Versicherungsgeschäft sollte man sich nicht mit

knallharten Japanern auseinandersetzen – es war einfach nur ein hundsmiserables Geschäft.

Bei Berkshire vermeide man einen Teil möglicher Dummheiten, indem man sich nicht mit einer Armee von Vertriebsleuten umgebe, die in einem fort Geschäfte bewerben, so Munger.

## Integrität

Die Finanzkrise sei darauf zurückzuführen, dass es im Management an Integrität gemangelt habe, erklärte Munger. Er zitierte, was Papst Urban über Kardinal Richelieu nach Bekanntwerden von dessen Tod gesagt hat: „Wenn es einen Gott gibt, wird es ihm schlecht gehen; wenn aber nicht, so war er ein gescheiter Bursche.“

Der Faktor „Aber das machen doch alle“ sei nur schwer auszublenden, sagte Buffett. Als das Accounting Standards Board (auf Anweisung des Senats) eine Andersbehandlung von Optionen erlaubte, entschieden sich 498 der Unternehmen aus dem S&P 500 für „anders“. Die CEOs seien schlicht eingeknickt: „Wenn es alle anderen tun, muss ich es auch machen.“ Das Problem der situativen Ethik sei riesig.

Als Lösung regte Buffett an, eine Struktur aufzubauen, die die Schwächen der menschlichen Natur möglichst minimiert.

Munger warf ein, dass weite Teile schlechten Verhaltens unterbewusst ablaufen und dass man die Menschen für ihre Entscheidungen zur Rechenschaft ziehen müsse, um dieses Problem zu lösen. Aus diesem Blickwinkel betrachtet ist die Wall Street ein unverantwortliches und unmoralisches System.

„Sehen Sie jemanden, der sich entschuldigt?“, klagte Munger. „Die Leute glauben, sie hätten richtig gehandelt.“

## Furcht und Gelegenheit

Buffett wiederholte sein altes Mantra: Um erfolgreich zu investieren, müsse man über das richtige Temperament verfügen – und gierig sein, wenn andere von Furcht gepackt werden. Wer Angst vor sich selbst habe, werde mit Wertpapieren nicht viel Geld verdienen.

Er habe durch Strapazen Mut entwickelt, sagte Munger. Vielleicht sei es gar nicht so schlecht, sich anfangs auch mal eine blutige Nase zu holen.

Die meisten Leute würden möglicherweise besser investieren, wenn es keine täglichen Kurse gebe, sagte Buffett. Am besten kaufe man Anteile an einem guten Unternehmen und halte sie dann sehr, sehr lange.

Munger schloss mit einem Witz: „Ein Mann zu seiner Ehefrau: ‚Würdest du mich immer noch lieben, wenn ich all unser Geld verlieren würde?‘ Darauf die Ehefrau: ‚Ja, ich werde dich immer lieben und ich würde dich ganz schrecklich vermissen.‘“

# Elektronische Aufzeichnung

Auf die Frage, warum er so viel im Fernsehen zu sehen sei, erwiderte Buffett, dass ihm die elektronische Aufzeichnung gefalle. Da bestehe keine Möglichkeit, dass er falsch zitiert oder falsch verstanden werde.<sup>11</sup> Trete er bei Charlie Rose<sup>12</sup> auf, wisse er, dass die Aufzeichnung von Dauer ist und genau das wiedergibt, was er gesagt hat.

## Nullzins

Es heiße zwar „lockere Geldpolitik“, aber für diejenigen Menschen, die das Geld haben, sei sie alles andere als locker, merkte Buffett trocken an. Für Sparer seien es vielmehr harte Zeiten. Gleichzeitig zersetze die Inflation die Kaufkraft.

Aber er erklärte, dass die Politik gewaltiger Haushaltsdefizite und des Nullzinses nicht ewig gutgehen werde. Wenn es schiefgehe, solle man übrigens nicht der Fed die Schuld geben, sondern dem Kongress, fügte er hinzu.

Das Ganze sei hochgradig deprimierend, stimmte Munger zu. Die Aktien seien auch deshalb gestiegen, weil die Sparzinsen so dermaßen niedrig seien. Das könne nicht dauerhaft so bleiben.

## Wie bringt man es in der Geschäftswelt zu etwas

Buffett zitierte Ralph Waldo Emerson: „Die dir innewohnende Kraft ist in der Natur neu.“

Er erzählte die Geschichte von Rose Blumkin, die sich, obwohl sie nie zur Schule gegangen war, als wahre Naturgewalt erwies. Mit einer Investition in Höhe von 500 Dollar habe sie ein 400 Millionen Dollar schweres Unternehmen aufgebaut, das sich heute über 78 Morgen erstrecke. Sein Name: der Nebraska Furniture Mart.

Er erinnere sich, wie er Mrs. B einmal zu Hause besuchte und dabei bemerkte, dass an ihren Möbeln grüne „Herabgesetzt“-Schilder hingen. Da habe er zu sich selbst gesagt: „Vergiss Sophia Loren, das hier ist die richtige Sorte Frau für mich!“

Es gebe nichts Besseres, als seiner Leidenschaft zu folgen, sagte Buffett. Das hätten alle herausragenden Manager bei Berkshire gemeinsam – sie würden das lieben, was sie tun. Weiter teilte er einige Perlen der Weisheit zum Thema „Wie mehre ich mein Vermögen“ mit: Gib weniger aus, als du verdienst. Kenne deinen Kompetenzrahmen und bleibe innerhalb seiner Grenzen. Wichtige Unternehmen sind nur diejenigen, in die du dein Geld steckst. Lerne mit der Zeit. Verliere nicht. Bestehe auf einer Sicherheitsmarge.

Munger sagte, man solle sich das Ziel stecken, jeden Abend beim

Zubettgehen ein wenig klüger zu sein, als man es morgens beim Aufstehen war. Fortschritte würden vielleicht nur langsam erzielt, aber sie würden ganz gewiss erzielt.

Er habe in seinem Leben nur einen einzigen Kurs zu Wirtschaftsthemen belegt und dabei sei es um Bilanzen gegangen, sagte Munger. Als Junge habe er einen Mann gesehen, der den ganzen Tag lang im Club herumhing. Er fragte seinen Vater, warum der Mann das tat, und sein Vater erklärte ihm, dass der Mann sehr erfolgreich bei seinen Geschäftsabschlüssen sei, denn er habe keine Konkurrenz – der Mann verwertete tote Pferde. Seit damals interessiere er sich für die Geschäftswelt, sagte Munger.

In Omaha sind viele Unternehmen aufgetaucht und wieder verschwunden, aber es überrasche ihn nicht, dass Kiewit erfolgreich sei. Bei dem Bauunternehmen werde hart und diszipliniert gearbeitet.

## Anlass zu Optimismus

Er gilt seit Langem als etwas griesgrämig, insofern dürfte Munger weite Teile des Publikums überrascht haben, als er auflistete, bei welchen Themen er optimistisch sei:

1. Die zentralen Probleme der Menschheit sind technischer Art und lösbar, und zwar allesamt mit Energie. Der Nutzen für die Menschheit werde gewaltig sein.
2. Berkshires Unternehmenskultur wird noch auf Jahre hinaus funktionieren.
3. Wenn wie in China und Indien Menschen sehr rasch der Armut entfliehen, gefällt ihm das sehr.
4. Sein Schlüssel zum Glücklichein: Die Erwartungen immer gering halten.

„Wenn ich als Halbtoter so viel Optimismus an den Tag lege, werden Sie da draußen doch problemlos mit ein wenig Inflation fertigwerden“, schloss Munger.

## Pragmatismus

Als Buffett und Munger nach ihrer Lebensmaxime gefragt wurden, schnappte sich Munger das Mikrofon und sagte: „Pragmatismus! Tun Sie etwas, das zu Ihrem Temperament passt. Tun Sie etwas, das durch Erfahrung besser wird. Tun Sie das, was funktioniert, und tun Sie es kontinuierlich. Das ist der grundlegende Algorithmus des Lebens – WIEDERHOLEN, WAS FUNKTIONIERT.“

- 1 „Quadrophobia“, erschienen am 13. Februar 2010.
- 2 Was die Überschrift des Artikels erklärt.
- 3 Das *Wall Street Journal* deutete am 8. Januar 2008 an, dass ACA über Kapital in Höhe von 425 Millionen Dollar verfüge und dass dem offene Credit Default Swaps mit einem Volumen von 69 Milliarden Dollar gegenüberstünden. Man kann also kaum davon sprechen, dass man es hier mit jemandem zu tun habe, der normalerweise Risiken scheut.
- 4 Anm. d. Übers.: Ein Financial Tombstone ist eine im Finanzbereich verbreitete Auszeichnung für erfolgreiche Börsengänge (IPOs) oder andere Finanztransaktionen, oft in Form eines Würfels oder einer Figur aus Glas oder Plexiglas. Ausgezeichnet werden dabei die an dem Börsengang oder der Transaktion beteiligten Broker und Underwriter.
- 5 Und er vergisst das offenbar nicht, wenn es um seine Freunde geht.
- 6 Anm. d. Übers.: Das in den 1930er-Jahren als Reaktion auf die Weltwirtschaftskrise verabschiedete Gesetz sah eine strikte Trennung von Investmentbanking und Kreditgeschäft vor.
- 7 Wir haben gesehen, wie Buffett auf diese Situation reagiert hat: Er steckt alles in Unternehmen und Wertpapiere.
- 8 Anm. d. Übers.: Ein genormter Quartalsbericht, der bei der Börsenaufsicht SEC einzureichen ist.
- 9 Anm. d. Übers.: Rip Van Winkle ist in der gleichnamigen Erzählung von Washington Irving ein Bauer, der 20 Jahre verschläft und in einer Welt aufwacht, die ihm völlig fremd erscheint.
- 10 Anm. d. Übers.: Deutsche Übersetzung von Fritz Waeger, Duncker & Humblot, München/Leipzig 1936.
- 11 Im diesjährigen Jahresbericht von Berkshire geht Buffett darauf ein, wie sehr er im Anschluss an die letztjährige Aktionärsversammlung falsch von den Medien zitiert wurde.
- 12 Anm. d. Übers.: Charlie Rose ist der Moderator einer gleichnamigen Talkshow, die viele Jahre im amerikanischen Fernsehen lief.





# 2011

**VERANSTALTUNGSORT** Qwest Center

**TEILNEHMERZAHL** 40.000

## **EINZELHEITEN ZU DIESEM JAHR**

- Im Rockvideo der GEICO-Mitarbeiter war dieses Mal Buffett zu sehen, wie er rappte und Breakdance-Schritte vorführte (offensichtlich ein Double). Es gab eine umwerfend komische Sonderausgabe von „The Office“<sup>1</sup> sowohl mit Buffett als auch mit Munger. Einer der Charaktere sagt: „Ich bin genau wie Buffett. Ich spare. Ich investiere. Und meine Kinder bekommen so gut wie nix.“
- Sechs Stunden lang beantworteten Munger und Buffett Fragen der Aktionäre.
- Es war eine beeindruckende Lernerfahrung – vor allem, wenn man bedenkt, dass die „Professoren“ Buffett und Munger mittlerweile 80 und 87 Jahre auf dem Buckel haben, dabei aber so sehr auf Zack sind wie eh und je.

**RANG IM FORTUNE 500** 7

**AKTIENKURS** 120.475 Dollar

Heutiger Wert eines 1964 investierten Dollar: **9.739 Dollar** Berkshires Buchwert pro Aktie ist von 19,46 Dollar auf **99.860 Dollar** (ein Zuwachs von durchschnittlich **19,8 Prozent** pro Jahr) gestiegen. Der S&P 500 legte im selben Zeitraum um durchschnittlich **9,4 Prozent** pro Jahr zu.

<sup>1</sup> Anm. d. Übers.: Die Sitcom, die als Vorlage für die deutsche Serie „Stromberg“ diente.



# HÖHEPUNKTE AUS DEN NOTIZEN FÜR 2011

---

## Gewinn im ersten Quartal – Was die Zahlen bedeuten

Buffett doziert schon seit Langem zum Thema Bilanzen. In den vier Jahrzehnten der Jahresberichte hat er über viele Nuancen der Bilanzierungsgrundsätze berichtet und mit der Praxis in der Geschäftswelt verglichen. Die Botschaft dabei lautete immer: Sehen Sie sich nicht die Zahlen an, sondern sehen Sie sich an, was die Zahlen bedeuten! Insofern stuften wir es als ausgesprochen bedeutsam ein, dass „Professor“ Buffett die diesjährige Aktionärsversammlung mit gleich vier Folien eröffnete.

Die erste Folie wies den Netto-Betriebsgewinn von Berkshire im ersten Quartal aus: 1,6 Milliarden Dollar gegenüber 2,2 Milliarden Dollar im Vorjahreszeitraum. 821 Millionen Dollar Verlust aus dem Versicherungsgeschäft verbargen eine ansehnliche Steigerung des Betriebsgewinns in den Bereichen außerhalb des Versicherungsgeschäfts.

Mit der Ausnahme des Wohnbaubereichs sprach Buffett positiv über die langsame, aber beständige Verbesserung der Konjunkturlage. Vor allem der Kauf des Eisenbahnunternehmens BNSF erweist sich als echter Glücksgriff. Angesichts steigender Treibstoffpreise treten die Wettbewerbsvorteile des Unternehmens immer deutlicher zutage.

Was bedeuten die Zahlen? Abgesehen vom Wohnungsbau und einigen durch Katastrophen verursachten Verlusten läuft es bei Berkshire durch die Bank weg rund.

In Folie zwei war aufgelistet, mit welchen Verlusten Berkshire als Folge der jüngsten Katastrophen rechnet. Im Detail geht es um Überflutungen in Australien (195 Millionen Dollar), das Erdbeben in Neuseeland (412 Millionen Dollar) und das Erdbeben in Japan (1,066 Milliarden Dollar) – insgesamt 1,673 Milliarden Dollar. Berkshire schätzt, dass mindestens 700 Millionen Dollar aus der Vereinbarung mit Swiss Re resultieren.

Historisch betrachtet würden sich Berkshires Verluste bei Katastrophen auf etwa drei bis fünf Prozent der Gesamtverluste belaufen, sagte Buffett (und hatte damit recht, was den Wirbelsturm Katrina anbelangt).<sup>1</sup> Bei dem Beben in Neuseeland habe der Versicherungsschaden 12 Milliarden Dollar betragen, sagte Buffett. In Neuseeland leben nur fünf Millionen Menschen,

gerade einmal ein Sechzigstel dessen, was in den USA lebt, aber pro Kopf berechnet war der Schaden *zehn Mal so groß wie bei Katrina!*

Am Schlimmsten sei im Hinblick auf Verluste aus Katastrophen traditionell das dritte Quartal (Hurrikansaison!), warnte Buffett. 2011 könne sich also, was derartige Verluste betrifft, als eines der schlimmsten Jahre aller Zeiten erweisen.

Folie drei zeigte das phänomenale Wachstum, das GEICO weiterhin bei seinen Vertragsabschlüssen vorweisen kann. Im ersten Quartal 2010 kamen 218.422 Verträge hinzu, im ersten Quartal 2011 waren es 319.676. Buffett bewertet jeden Versicherungsnehmer mit 1.500 Dollar (was etwa dem Einfachen der Prämien entspricht), insofern hat GEICO im ersten Quartal seinen Wert um fast 500 Millionen Dollar vergrößert. Diese Wertsteigerung taucht in der Bilanzierung des Geschäftswerts nicht auf.

Der innere Wert von GEICO liege mittlerweile bei über 14 Milliarden Dollar, so Buffett, und GEICO baue Tag für Tag seinen Marktanteil weiter aus. Er scherzte: Wenn nur 66 Aktionäre im Messezentrum einen Vertrag bei GEICO abschließen würden, wären das 100.000 Dollar Wertsteigerung für Berkshire, ein ordentlicher Beitrag zu den Kosten für die Jahreshauptversammlung.<sup>2</sup>

Was bedeuten die Zahlen? GEICOs innerer Wert ist viel größer als das, was in den Bilanzen steht.

Folie vier befasste sich mit einer Bilanzregel namens „Other than temporary impairment“, etwa: „nicht nur vorübergehende Wertminderung“. Sie ist der Grund dafür, dass Berkshire einen Abschlag auf die zu höheren Preisen gekauften Wells-Fargo-Aktien und bei der Erfolgsrechnung einen Abzug in Höhe von 337 Millionen Dollar vornahm. Berkshires 3,7 Milliarden Dollar an nicht realisierten Gewinnen auf die anderen Wells-Fargo-Aktien wurden ignoriert.

Was bedeuten die Zahlen? Bei der Berechnung des Betriebsgewinns von Berkshire sind Gewinne oder Verluste aus Investitionen zu ignorieren.

Bei seiner Zusammenfassung der Folien schimpfte Buffett über die Schlagzeilen in den Medien. Dort sei von „dem alles entscheidenden Wert“ die Rede, aber man könne genauso gut vom „alle hinters Licht führenden Wert“ reden. Anleger sollten sich besser auf die Entwicklung des Betriebsgewinns konzentrieren, auf eine Steigerung des Buchwerts und eine Steigerung des inneren Werts.

Im ersten Quartal 2011 zeigte Berkshires Kurve übrigens in allen drei Bereichen nach oben.

## Das Thema Sokol – Unentschuldigbar und unerklärlich

In den Medien war viel darüber zu hören: David Sokol ist kürzlich ausgeschieden – begleitet von einer großen Kontroverse bei Berkshire. Im

Zentrum des Auftritts standen Fragen zu einem Geschäft, bei dem Sokol Aktien von Lubrizol gekauft hat, zu seinen Kontakten zur Citigroup (der Investmentbank von Lubrizol) und einem Treffen mit Buffett, bei dem Sokol den Vorschlag machte, Berkshire solle Lubrizol kaufen.

20 Jahre seien vergangen, seit er den Skandal bei Salomon Brothers ertragen musste, sinnierte Buffett. Selbst nach all diesen Jahren beschreibt er diesen Skandal als „unentschuldigbar“ und „unerklärlich“. Es sei durchaus denkbar, dass er über diesen Fall in 20 Jahren genau dasselbe sagen werde, erklärte Buffett.

Sokol habe seine Handelsgeschäfte nicht geheim gehalten, insofern handele es sich hier nicht um Täuschung. Weiter erzählte Buffett, dass er Sokol vor 10 Jahren einen Bonusplan angeboten habe: Würden bestimmte, extreme Ziele erreicht, würde Sokol 50 Millionen Dollar erhalten und sein Juniorpartner Greg Abel 25 Millionen Dollar. Sokol willigte ein unter der Bedingung, dass der Bonus zu gleichen Teilen aufgeteilt würde und jeder 37,5 Millionen Dollar erhalte.

Das sei Teil dessen, was Buffett so unerklärlich fand: Einerseits sei da ein Mann von derart großer Integrität, dass er freiwillig auf 12,5 Millionen Dollar Bonus verzichte, andererseits mache sich derselbe Mann für einen Gewinn von gerade einmal 3 Millionen Dollar im Lubrizol-Fall eines ungebührlichen Verhaltens verdächtig.

Munger erklärte Sokols Handeln mit einem einzigen Wort: „Hybris.“

Einige Aktionäre waren wütend, weil Berkshire es in seiner ersten Pressemitteilung ihrer Meinung nach an Empörung vermissen ließ. Dort wurde indirekt Sokols Leistung gewürdigt, gleichzeitig wurde Bedauern geäußert, dass er sein Amt niedergelegt hatte.

Diese Pressemitteilung sei nicht die am cleversten verfasste Pressemitteilung der Geschichte, räumte Munger ein. Gleichzeitig beharrte er auf seinem Standpunkt, dass es nicht gut sei, Entscheidungen zu fällen, wenn man wütend sei. Er zitierte Tom Murphy aus dem Berkshire-Board: „Wenn es so eine großartige Idee ist, kann man einem Mann auch noch einen Tag später sagen, dass er sich zur Hölle scheren soll.“

## Das Lubrizol-Geschäft

Buffett beschrieb Lubrizol als Anbieter kostengünstiger Kraftstoffzusätze, was ein 10 Milliarden Dollar schwerer Markt sei. Das Unternehmen verfüge über einen ordentlichen und nachhaltigen wirtschaftlichen Burggraben: jede Menge Patente und Marktführerschaft. Außerdem arbeite es regelmäßig mit seinen Kunden (in diesem Fall in erster Linie die großen Ölkonzerne) an der Entwicklung neuer Zusatzstoffe. Buffett zog einen Vergleich zu ISCAR, wo man „Wolfram in Werkzeuge verwandelt und über einen belastbaren Wettbewerbsvorteil verfügt“.

Munger warf ein, dass Lubrizol und ISCAR insofern Schwesterunternehmen seien, als bei beiden die Märkte so klein seien, dass es sich nicht lohne, sie zu attackieren.

Weil man 9 Milliarden Dollar für die Übernahme Lubrizols aufgewendet habe, sei bereits ein Großteil der 12 Milliarden Dollar aufgebraucht, mit denen er dieses Jahr als Gewinn nach Steuern rechne, sagte Buffett.

## Nachfolge: Unabhängiger Chairman

Nach seinem, Warrens, Ableben werde voraussichtlich Howard Buffett als unabhängiger Chairman fungieren, da er ein großes Aktienpaket vertrete. Er werde dafür keine oder nur eine geringe Vergütung erhalten.

Indem man die Positionen des Chairman und des CEO voneinander trenne, könne Berkshire rascher Fehler korrigieren, sollte die Zusammenarbeit mit CEOs nicht funktionieren. Falls erforderlich, feuert man den CEO und stellt jemand anderen ein.

„Selig sind die Sanftmütigen, denn sie werden das Erdreich besitzen“, zitierte Buffett die Bibel, fuhr aber fort, dass die eigentliche Frage doch laute: „Werden sie sanftmütig bleiben?“ Insofern sei es von großer Bedeutung, die Ämter von Chairman und CEO zu trennen.

## 1776 bis 2011

Ein langjähriger Aktionär fragte Warren, wie der so verdammt glücklich sein könne, wo wir doch von so vielen Problemen geplagt werden. Buffett erwiderte, tatsächlich sei er ganz begeistert von Amerika. Seit ihrer Gründung im Jahr 1776 hätten die Vereinigten Staaten die außerordentlichste Wirtschaftsgeschichte aller Zeiten geschrieben.

Angenommen, man hätte Ihnen gesagt, dass nach dem 30. August 1930, dem Geburtstag von Warren Buffett, die Märkte einbrechen, 4.000 Banken pleitegehen, der Dow auf 32 fällt (zweiunddreißig!), die Arbeitslosigkeit 25 Prozent beträgt, weite Teile des amerikanischen Agrarlandes von Staubstürmen heimgesucht werden und eine Heuschreckenplage über das Land hereinbricht – da würden Sie doch auch denken, dass wir ganz schön Ärger am Hals haben. Stattdessen jedoch ist seit 1930 der durchschnittliche Lebensstandard in Amerika um den Faktor 6 besser geworden.

Dagegen könne man sich ganze Jahrhunderte der Weltgeschichte ansehen, in denen nichts geschehen sei, so Buffett. Amerikas Wirtschaftswachstum war eine unglaubliche Leistung. Viele hätten unterschätzt, wie widerstandsfähig die USA seien.

Sein späterer Schwiegervater Doc Thompson sei damals vehement gegen den New Deal gewesen, erzählte Buffett. Er habe den jungen Warren vor der Hochzeit zum Gespräch einbestellt und er, Buffett, sei ausgesprochen nervös dort erschienen.

Zwei Stunden lang habe sich Doc über das Versagen der Politik empört und dem jungen Warren schließlich die folgenden schlaun Worte mit auf den Weg gegeben: „Du wirst scheitern, aber das ist nicht deine Schuld. Susie hätte ohnehin gehungert. Die Demokraten führen uns in den Kommunismus.“

Die beiden Männer, die Warren am meisten bewunderte, nämlich sein Vater und Ben Graham, rieten ihm beide 1951 davon ab, zum damaligen Zeitpunkt in das Investmentgeschäft einzusteigen. Mit 200 Punkten (zweihundert!!!) sei der Dow viel zu hoch, es sei besser, noch eine Weile von der Seitenlinie zuzusehen.

Amerika hat den Bürgerkrieg erlebt ... 15 Rezessionen ... es war ganz gewiss keine ganz gerade Erfolgslinie, aber die Macht des Kapitalismus war schon erstaunlich. Bei Amerikas jüngsten Problemen halfen staatlich verordnete Konjunkturanreize, aber letztlich wird es der Kapitalismus sein, der das Land wirklich aus der Rezession führt. Und die Welt hat das begriffen.

Von den nächsten 100 Jahren werden 15 bis 20 ziemlich lausig sein, aber am Ende werden wir so viel weiter sein als heute, dass es unglaublich sein wird, sagte Buffett voraus.

Munger, der ewige Sonnenschein, beschloss das Thema mit der Äußerung: „Europa hatte den Schwarzen Tod, der ein Drittel der Bevölkerung wegraffte. Die Welt wird sich weiterdrehen.“

## Absicherung gegen Inflation

Die beste Absicherung gegen Inflation sei, so Buffett, ein Unternehmen, das über ein großartiges Produkt verfügt und für sein weiteres Wachstum nur geringes Kapital benötigt.

Zur Probe forderte er uns alle dazu auf, unsere eigene Ertragskraft unter die Lupe zu nehmen. Im Zuge der Inflation könne unsere Vergütung ohne zusätzliche Investitionen ansteigen.

Buffett führte noch ein Beispiel aus der Wirtschaft an: Als er See's Candy 1971 kaufte, machte das Unternehmen 25 Millionen Dollar Umsatz und verkaufte 16 Millionen Pfund Süßwaren. Die Sachwerte beliefen sich auf 9 Millionen Dollar. Heute verkauft See's Süßigkeiten für 300 Millionen Dollar, die Sachwerte kommen auf 40 Millionen Dollar. Berkshire musste also nur 31 Millionen Dollar investieren, um eine Umsatzsteigerung zu erzielen, die mehr als das Zehnfache beträgt. Über die Jahre habe Berkshire 1,5 Milliarden Dollar Gewinn mit See's gemacht, sagte Buffett.

Die Lagerbestände würden sich rasch abverkaufen, es gebe keine Außenstände und nur geringe Anlageinvestitionen – eine perfekte Absicherung gegen Inflation. Habe man tonnenweise Außenstände und Lagerbestände, sei das in Zeiten von Inflation eine miese Sache, so Buffett.

Sowohl die Eisenbahn wie auch MidAmerican Energy würden diese unerwünschten Charakteristika besitzen, aber das wird durch ihren hohen Nutzen für die Wirtschaft und die resultierenden zulässigen Erträge wettgemacht.

Es sei schade, dass es einfach nicht genügend Unternehmen wie See's Candy zu kaufen gebe, klagte Buffett und fügte hinzu, das Dasein als Investor habe ihn zu einem besseren Geschäftsmann gemacht und das Dasein als Geschäftsmann zu einem besseren Investor.<sup>4</sup>

Munger sagte, sie hätten nicht immer von diesem Element des „Inflationsgeschäfts“ gewusst, was wieder einmal zeige, wie wichtig es sei, ständig weiter zu lernen.

## Wells Fargo/U.S. Bancorp

Beide Banken gehören zu den besten Großbanken des Landes, möglicherweise sind es sogar *die* besten Großbanken des Landes, sagte Buffett. Wells Fargo ist ungefähr viermal so groß wie U.S. Bancorp.

Die Rentabilität der Banken werde nicht mehr das Niveau erreichen, das es in der Frühphase des Jahrhunderts hatte, sagte Buffett. Das hänge mit einer geringeren Verschuldung zusammen, was wiederum gut für die Gesellschaft ist.

Buffett zufolge haben wir die Bankenkrise zum absolut größten Teil hinter uns gelassen. Die Kreditausfälle werden zurückgehen. Banken sollten konservativ geführt werden, da sie Geld sehr günstig und verbunden mit einer impliziten staatlichen Garantie erhalten.

Seit 1934 habe die FDIC<sup>5</sup> 3.800 Banken aus der Klemme geholfen, davon 250 in den letzten paar Jahren, und immer sei das Geld vollständig von anderen Banken gekommen. Die FDIC sei ein gut durchdachter, auf Gegenseitigkeit beruhender Versicherungsverein.

## Die drei Kategorien des Investierens

Zum Thema Rohstoffe befragt, erklärte Buffett, als er Berkshire übernommen habe, sei die Aktie eine Dreiviertel Unze Gold wert gewesen. Heute kostet eine Unze 1.500 Dollar, das heißt, Gold muss noch sehr stark aufholen, bis es die 120.000 Dollar erreicht, die eine Berkshire-Aktie wert ist.

Dann umriss er drei Kategorien des Investierens:

### *Kategorie 1: Investitionen, die auf eine Währung lauten.*

Buffett holte einen Dollarschein aus seinem Portemonnaie und las vor: „Auf Gott vertrauen wir.“ Das sei Werbebetrug, eigentlich müsse es heißen: „Auf die Regierung vertrauen wir.“ Gott wird bei Dollarkursschwankungen nicht aktiv werden. Der Punkt sei: *Jede*



*Investition in Währungen ist eine Wette darauf, wie sich die Regierung verhalten wird.* Fast alle Währungen haben im Lauf der Zeit an Wert verloren. Wenn man damit nicht wirklich gut verdient, sind diese Investitionen nicht sinnvoll.

***Kategorie 2: Investitionen, die nichts erbringen, von denen man aber hofft, sie zu einem höheren Preis verkaufen zu können.***

Buffett griff noch einmal seine Gedankenspiele zum Gold auf. Wenn man alles Gold in der Welt besäße, könnte man einen 175.000 Tonnen schweren Würfel mit einer Kantenlänge von etwas über 20 Metern daraus machen. Dann kann man sich eine Leiter besorgen und sich oben auf den Würfel setzen, um sein Gold zu streicheln und zu polieren. Aber dieser Würfel wird nichts *tun*. Man wettet einfach nur darauf, dass jemand kommt und einem mehr Geld dafür bietet, als man selber dafür bezahlt hat. Er zitierte aus John Maynard Keynes' Buch *Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes*, wonach derartiges Investieren einem Schönheitswettbewerb entspreche, bei dem man sein Geld nicht darauf setze, wen man für den schönsten Teilnehmer halte, sondern darauf, wen die meisten wohl für den schönsten Teilnehmer halten werden.

Der bescheidene Buffett erinnerte uns daran, dass er genau das mit Silber versucht habe, dabei aber, wie sich herausstellen sollte, 13 Jahre zu früh dran war.

***Kategorie 3: Investieren in Vermögenswerte, die etwas erbringen.***

Hierbei geht es darum, was Sie denken, was dieser Vermögenswert mit der Zeit erbringen wird. Bei einem Bauernhof beispielsweise kann man eine rationale Bewertung des Werts vornehmen. Der Erfolg hängt davon ab, wie viel an Barmitteln produziert wird. Der heutige Kurs oder der in einem Monat interessiert nicht, man sieht sich für die Rendite das Geschäft selbst an. Das ist die Grundlage für die Investitionen, die Berkshire bei ISCAR und Lubrizol getätigt hat.

Kursanstiege erzeugen eine ganz eigene Spannung, sagte Buffett. Ihr Nachbar wird reich. Er besitzt Gold. Sie wissen, Ihr Nachbar ist nicht unbedingt der Hellste und dennoch geht es ihm besser als Ihnen. Schon bald besitzen auch Sie Gold.

Gold sei eine merkwürdige Investition, sagte Munger: Sie funktioniert nur, wenn alles vor die Hunde gehe. Buffett scherzte, dass jährlich Gold im Wert von 100 Milliarden Dollar produziert werde. Den Großteil davon hole man in Südafrika aus dem Boden, verschiffe es nach New York zur Fed und lasse es dort dann wieder unter der Erde verschwinden.

Die weltweite Gesamtmenge an Gold sei derzeit etwa 8.000 Milliarden

Dollar wert. Mit dieser Summe könne man sämtliches Agrarland in Amerika kaufen, dazu zehn ExxonMobils und hätte immer noch 1.000 Milliarden bis 2.000 Milliarden Dollar Taschengeld übrig.

Er für seinen Teil werde darauf wetten, dass sich gute Unternehmen besser entwickeln als Gold.

## Mischkonzerne

Bei Berkshire handele es sich in der Tat um einen Mischkonzern, erklärte Buffett. Im besten Fall ermöglichen Mischkonzerne eine steuereffiziente Umschichtung von Barmitteln solcher Unternehmen, die das Geld nicht intelligent einsetzen können, zu solchen, die es können. Berkshire ist ein ausgesprochen vernunftbegabter Mischkonzern.

Der Begriff „Mischkonzern“ ist in den 1960er-Jahren durch die Schneeballsysteme bei Gulf & Western (Charles Bluhdorn), LTV (Jimmy Ling) und anderen in Verruf geraten. Damals gab es eine unausgesprochene Verschwörung und Aktien wurden wie Konfetti ausgegeben, um damit reale Vermögenswerte zu kaufen. Das Ganze endete böse und der Name „Mischkonzern“ bekam einen schlechten Beigeschmack.

## Hinterlassenschaft

Auf die Frage, wofür er in Erinnerung bleiben möchte, witzelte Buffett: „Für ein hohes Alter.“

Munger warf ein, Warren wolle vor allem einen Satz bei seiner Beerdigung hören: „Ich habe noch nie einen Leichnam gesehen, der so alt aussah.“ In einem etwas ernsteren Ton sinnierte Munger darüber, was auf seinem Grabstein stehen solle. „Gerecht gewonnen, weise eingesetzt“ könne ihm gefallen.

Buffett sagte, er werde vielleicht „Lehrer“ wählen. Das Lehren habe er immer geliebt und er sei dankbar für die großartigen Lehrmeister in seinem Leben, Menschen wie sein Vater, Ben Graham und Tom Murphy.

## Entwertung der Währung

Verglichen mit dem Stand in seinem Geburtsjahr 1930 habe der Dollar um den Faktor 16 abgewertet, sagte Buffett. Das bedeutet, was damals sechs Cent gekostet habe, koste heute einen Dollar. Und dennoch habe die Inflation uns nicht zerstört.

Einige Tochterunternehmen von Berkshire verdienen ihr Geld in anderen Währungen. Coca-Cola erzielt 80 Prozent seiner Gewinne in Fremdwährungen.

Griechenland befinde sich in einer furchtbaren Lage, sagte Munger. Die Menschen dort seien in vielerlei Hinsicht großartig, aber sie hätten keine

Lust, zu arbeiten oder Steuern zu zahlen. Er zitierte Adam Smith: „Eine große Zivilisation trägt ein Gutteil Ruin in sich.“

Trotz aller Bedenken erklärte Buffett abschließend: Wenn er die Wahl hätte, wann und wo er geboren werden möchte, dann würde er vor allen anderen Orten die heutigen USA wählen.

## Erwartungen senken

Buffett gab seinen üblichen Ratschlag zum Besten, wonach ein durchschnittlicher Investor am besten Anteile an einem Indexfonds erwerben sollte.

Munger warf ein, er würde viel lieber Berkshire besitzen als einen Indexfonds. Außerdem sagte er voraus, dass die nächsten 50 Jahre für erfahrene Anleger nicht so gut ausfallen werden wie die vergangenen 50.

Buffett erklärte, Berkshires Auftrag sei es, die Ertragskraft und den inneren Wert zu steigern und das in hundertprozentiger Übereinstimmung mit den Aktionären. Darüber würden sie jeden Tag nachdenken. Das Glück sei ihnen zu Hilfe gekommen, aber Berkshire werde unmöglich in dem Tempo wachsen, das erzielt wurde, als man noch mit kleineren Summen agierte.

Munger sagte, er sei zuversichtlich, dass Berkshire im Schnitt besser als die US-Wirtschaft abschneiden werde. Beste Gefahrenabwehr für Anleger sei es, die Erwartungen herunterzuschrauben. Gesenkte Erwartungen seien der Grund, dass er geheiratet habe: „Meine Frau senkte ihre Erwartungen.“

„Und er hat sie voll und ganz erfüllt!“, schoss Buffett sofort dazwischen.

## Vertrauen

Zum Fall Sokol stellte Buffett Fragen zu Regeln und Compliance-Themen. Er bekräftigte seinen Wunsch, dass alle Mitarbeiter die Gesetze in Wort und Tat befolgen. Angesichts von 260.000 Angestellten bei Berkshire – eine Zahl, die in etwa der Einwohnerzahl von Omaha entspricht – sei jedoch klar, dass nicht sämtliche Regeln eingehalten werden. Man könne alle möglichen Bestimmungen und Vorgaben aufstellen und trotzdem raste jemand aus und mache Fremdgeschäfte, so Buffett.

Munger sagte, es sei toll, respektiert zu werden und über viel Selbstrespekt zu verfügen. Seiner Ansicht nach ist eine Grundhaltung des Vertrauens die beste Compliance-Maßnahme.

An der Wall Street finde man riesige Abteilungen, die sich mit Compliance-Themen befassen, aber dort würden sich auch die größten Skandale zutragen.

## Die Wirtschaft

Was die Geldpolitik und die Haushaltspolitik angehe, habe Amerika in der Vergangenheit Vollgas gegeben und diese Phase werde noch längere Zeit anhalten, sagte Buffett.

Viele Leute würden glauben, unsere „Haushaltspolitik“ bestehe darin, „Gesetze mit Konjunkturmaßnahmen“ zu verabschieden. Wir sollten über die Formulierungen hinwegsehen, sagte Buffett. Vergessen wir das „Konjunkturprogramm“. Die Realität sehe so aus: Wir haben ein Defizit in Höhe von zehn Prozentpunkten, was gigantisch ist. Wir nehmen 15 Prozent des BIP ein, geben aber 25 Prozent des BIP aus. Das ist ein gewaltiger Konjunkturanreiz.

Der Wohnungsbau hat sich bei 500.000 Wohnungseinheiten pro Jahr eingeepegelt, die Probleme, die die verrückten Exzesse des Booms mit sich brachten, werden also gelöst.<sup>6</sup> Ist das geschafft, werden die Beschäftigungszahlen deutlich stärker anziehen, als es die meisten Leute erwarten. Was im Baugewerbe geschieht, wirkt sich auf zahlreiche nachrangige Geschäftsfelder aus. Buffett hielt an seiner Prognose aus dem Jahresbericht fest, wonach wir bis Jahresende eine Aufhellung auf dem Wohnungsbau-Markt erleben werden.

Wenn man sich bei zyklischen Branchen einkaufe, sei einer der Vorteile der, dass viele Leute sie wegen der Unberechenbarkeit der Gewinne nicht mögen, sagte Munger. Bei Berkshire dagegen habe man keine Probleme damit, im Verlauf eines Konjunkturzyklus ungleichmäßige Gewinne zu verbuchen.

Ein Beispiel: Berkshire hat gerade den größten Ziegelhersteller in Alabama übernommen. Niemand wettet auf Ziegel aus Alabama, wenn es keine Kunden gibt. Buffett warf ein, dass See's Candy acht Monate im Jahr mit Verlust arbeite, man aber auf Weihnachten vertraue. Insofern gebe es keinen Grund, bei einem Monat im Minus in Panik zu verfallen. Während der nächsten 20 Jahre werde es einige lausige Jahre geben, einige großartige und sehr viele, die einfach in Ordnung sind.

Bei Berkshires anderen Unternehmungen sei vielerorts eine stete Verbesserung zu beobachten, sagte Buffett. Die Zahl der beladenen Eisenbahnwaggons erreichte mit 219.000 einen Höhepunkt, fiel dann auf 150.000 und liege nun bei 190.000. Bei ISCAR würden sich die Dinge von Monat zu Monat besser entwickeln.

## Finanzreform beziehungsweise das Fehlen derselben

Es sei ein gewaltiger Fehler, dass man nicht mehr aus dem Debakel mit den Subprime-Hypotheken gelernt habe, erklärte Munger. Idiotisches Verhalten und Gier seien keineswegs ausgemerzt worden. Hätte er das zu entscheiden, so Munger, würde er am Finanzsektor Axt anlegen und ihn auf ein förderlicheres Niveau zurechtstutzen. Er würde das Steuersystem so ändern,

dass es nicht zum Handeln ermutige und Wertpapiere eher wie Immobilien gehandelt werden. Verglichen mit dem Mangel an Reue, den man vonseiten der Wall Street für das Debakel verspüre, sehe Sokol wie ein Held aus.

„Jetzt legt er los!“, warf Buffett ein, um dann selber darüber zu reden, wie irrsinnig ein Steuersystem sei, das einen sechssekündigen Handel mit S&P-500-Futures so bewertet, dass 60 Prozent des Gewinns als langfristiger Kapitalgewinn besteuert werden.

Ein System, bei dem Hedgefonds geringer besteuert werden als Physik-Professoren oder Taxifahrer, sei schwachsinnig, schloss Munger das Thema ab.

In der Vergangenheit hätten Paniken und die Depression damit begonnen, dass an der Wall Street in großem Stil spekuliert wurde und die Menschen sich falsch verhielten, sagte Munger. Das jüngste Tohuwabohu hätte eigentlich eine Reaktion wie in den 1930er-Jahren nach sich ziehen müssen (wie das Wertpapiergesetz von 1934). Da das nicht geschehen ist, sei er zuversichtlich, dass wir ein weiteres Debakel erleben werden, so Munger.

Es sei wirklich dämlich, dass nicht noch mehr getan wurde, erklärte Munger. Zur Dämlichkeit gehöre auch, wie Finanzen und Ökonomie an den Hochschulen gelehrt wird und dass das Finanzwesen dieselbe Art Mensch anlockt, die sich auch für Schlangenbeschwörung begeistert.

„Haben wir vergessen, noch jemanden zu beleidigen?“, scherzte Buffett. „Reichen Sie einfach einen Zettel mit den fehlenden Namen aufs Podium.“

## BYD

Die BYD-Aktie hat gegenüber ihrem bisherigen Höchststand rund 80 Prozent an Wert eingebüßt.

Munger gab sich unbeeindruckt: Bei einem Unternehmen, das sich so rasch bewege wie BYD, könne es zu Verzögerungen und kleineren Störungen kommen. BYD habe versucht, den Umsatz im Pkw-Geschäft sechs Jahre in Folge zu verdoppeln. Fünf Jahre lang sei es gut gegangen, dann kam es zu einem Ausrutscher.

Insgesamt sei er recht zuversichtlich, sagte Munger, woraufhin Buffett murmelte: „Dem habe ich nichts hinzuzufügen.“ Ein seltener, anrührender Rollentausch.

## Too Big to Fail

Buffett räumte ein, dass es Institutionen gibt, die von Regierungen vor dem Untergang gerettet werden sollten. In Europa diskutiere man gerade die Frage, ob es ganze Länder gebe, die „too big to fail“ sind.

Dieses Problem würden wir immer haben, insofern bestehe die beste Taktik in dem Versuch, die Tendenz zum Scheitern zu reduzieren, sagte Buffett.

Sein Vorschlag: Bei Institutionen, die die Gesellschaft gefährden und untergehen, sollten CEO und Ehepartner anschließend völlig blank dastehen. Auch das Board solle massiv bestraft werden. Wenn die Gesellschaft schon zur Rettung einspringen soll, dann sollten die Bestrafungen auch sehr drastisch sein.

Als er über den unseligen Fall von Fannie Mae und Freddie Mac nachdachte, bezeichnete Buffett sie als „too big to figure out“, also als zu groß, als dass man sie verstehen könne.

## Großartige Versicherungsunternehmen

Ziemliche Begeisterung legte Buffett an den Tag, als es um das Versicherungsimperium von Berkshire ging. GEICO, inzwischen die Nummer drei bei den Kfz-Versicherern, sei ein fabelhaftes Unternehmen, erklärte er.

Schon 1936 habe GEICO die Idee des Direktvertriebs (unter Umgehung des Versicherungsmaklers) eingeführt und nur wenige seien imstande gewesen, diesen Ansatz zu kopieren.

Unterdessen hat Ajit Jain das Rückversicherungsgeschäft von Berkshire von Grund auf überholt. Buffett liebt Ajit. Ihm falle keine Entscheidung Ajits ein, die er hätte besser treffen können. Ajit sei rationaler als jeder andere Mensch, den er kennengelernt habe, er liebe, was er tue, er sei hochgradig kreativ und er denke bei allem zu allererst an Berkshire, sagte Buffett.

Interessanterweise behauptete Buffett später während der Versammlung, dass Berkshire die ersten 15 Jahre kein Geld im Rückversicherungsgeschäft verdient habe. Erst mit dem Auftauchen Ajits habe sich dieses Geschäftsfeld zu einem echten Profit Center für Berkshire entwickelt.

General Re mit Tad Montross an der Spitze betreibe seine Geschäfte sehr diszipliniert und Berkshires kleinere Versicherungssparten weisen ungewöhnliche Geschäftsideen auf.

Und all das nahm seinen Anfang, als Berkshire 1970 National Indemnity für 7 Millionen Dollar kaufte. Heute betreibt man im selben Gebäude das Versicherungsunternehmen mit dem weltweit höchsten Nettowert und rund 66 Milliarden Dollar Float.

Zu Berkshire würden eine Reihe Unternehmen gehören, die die jeweils besten ihrer Klasse seien, sagte Munger. BNSF zählt zweifelsohne zu den besten Eisenbahnfirmen der Welt, MidAmerican Energy gehört bei den Versorgerbetrieben zur Spitze.

Es sei gar nicht so übel, mit seinen Hauptgeschäftsfeldern zur Weltspitze zu zählen, warf Munger ein.

Buffett erzählte, dass die Kosten für die vorgeschlagene Hochgeschwindigkeits-Schienenstrecke in Kalifornien bei geschätzten 43 Milliarden Dollar liegen und dass man fest davon ausgehen könne, dass es teurer werde.

Berkshire hat ungefähr 43 Milliarden Dollar für BNSF bezahlt und dafür 35.500 Kilometer Gleisstrecke, 6.000 Lokomotiven, 13.000 Brücken (möchte jemand eine Brücke kaufen?) bekommen. Der Wiederbeschaffungswert von BNSF ist also gewaltig. Das Land wird immer Eisenbahnen benötigen. Es ist daher hervorragend, eine Eisenbahngesellschaft zu besitzen.

## Costco

Wie jedes Jahr erklärte Munger, dass Costco – der 80 Milliarden Dollar schwere Großhändler, der wie ein Klub strukturiert ist und bei dem Munger im Board sitzt – das weltbeste Unternehmen seiner Branche sei.

Das wie eine Leistungsgesellschaft strukturierte Unternehmen hat es sich groß auf die Fahnen geschrieben, alle Ersparnisse an die Kunden weiterzugeben. Das wiederum schaffe eine unglaubliche Kundentreue. In Südkorea betreibe Costco einen Laden, der 400 Millionen Dollar Umsatz macht – etwas, was man für undenkbar im Einzelhandel halten könnte, aber es ist die Wahrheit.

Costco besitze die richtigen moralischen Grundlagen, das richtige Maß an Sorgfältigkeit und das richtige Management, um seinen erfolgreichen Weg fortsetzen zu können, so Munger. Eine ziemlich seltene Kombination.

Es sei schwierig zu verhindern, dass Erfolg und Wohlstand nicht auch die Saat für den eigenen Untergang legen, sagte Munger. General Motors war einmal das erfolgreichste Unternehmen der Welt und wurde dann aufgrund der starken Gewerkschaften im Haus und dem sehr erbitterten Konkurrenzkampf ein Opfer des eigenen Erfolgs. Letztlich sprangen die Aktionäre über die Klinge.

Würde er an einer Business School unterrichten, würde er die volle Lebensspanne eines Unternehmens beleuchten, sagte Munger.

Buffett erzählte einen Witz: Er und Charlie werden von Terroristen entführt, die beschließen, die Kapitalisten zu erschießen. Beiden wird noch ein letzter Wunsch gewährt. Charlie sagt: „Ich würde gerne noch einmal meine Präsentation mit Folien über die Vorzüge von Costco geben.“ Zögernd willigen die Terroristen ein, dann fragen sie Warren nach seinem letzten Wunsch. Dieser sagt: „Erschießt mich zuerst.“

## Bargeld in US-Bundesanleihen

Buffett erklärte, die kurzzeitigen Anlagemöglichkeiten sehen aktuell lausig aus. Er betonte aber, dass er nicht mit kurzzeitigen Anlagen herumspiele.

Barmittel sind bei Berkshire grundsätzlich immer in US-Bundesanleihen angelegt, sagte Buffett. Es mag ärgerlich sein, dass sie praktisch nichts abwerfen, aber für weitere 10, 20 Basispunkte mache man sich nicht krumm.

„Es ist ein Parkplatz und wenn wir mit Parken fertig sind, wollen wir unser Auto wiederhaben“, sagte Buffett. Als 2008 Panik ausbrach, sei es

immens wichtig gewesen, dass Berkshire Geld zur Verfügung stand, um Geschäfte machen zu können. Die Mittel steckten nicht in einem Geldmarktfonds oder einem Wertpapier.

Er habe viele Leute beobachtet, wie sie sich nur für weitere 10 Basispunkte irrsinnig verbogen haben, sagte Munger. Weil Berkshire am Freitag eine Vereinbarung treffen und am Montag das Bargeld vorweisen konnte, sei es ihnen gelungen, Pipelines zu kaufen.

„Wenn Panik ausbricht, weil Ben Bernanke mit Paris Hilton durchgebrannt ist, sind wir bereit“, schloss Buffett.

## Lernen

Wir seien auf dieser Welt, um jeden Tag klüger ins Bett zu gehen, als wir aufgestanden sind, sagte Munger. Und Buffett erzählte, er habe vier Jahre lang in der öffentlichen Bücherei von Omaha gelebt.<sup>7</sup>

Weiter erzählte er, dass er 1951 einen Dale-Carnegie-Kurs belegt und dafür 100 Dollar bezahlt habe. Der Nutzen, den er daraus zog, sei unermesslich, da seine dadurch verbesserte Kommunikationsfähigkeit sein Leben so dramatisch verbessert habe. Worauf er hinauswollte: Man solle sich weiterentwickeln. Herausfinden, wo die eigene Leidenschaft liegt, und dann die eigenen Fähigkeiten entwickeln.

- 1 Eine wirklich interessante Frage, die nicht gestellt wurde: Wie kann es sein, dass Berkshire um die zehn Prozent Marktanteil am globalen Markt für Rückversicherer hat, im Katastrophenfall aber dennoch nur einen deutlich geringeren Prozentsatz bezahlt?
- 2 Noch eine interessante Frage: Werbung leistet mehr, als nur neue Vertragsnehmer anzulocken, die Kundenbindung, die Marke und Markenbindung zu stärken. Insofern ist die Aussage also grob vereinfacht. Allerdings sehen wir, dass GEICO im Quartal 225 Millionen Dollar in die Werbung steckt – das entspricht etwa 700 Dollar pro Neukunde in dem Quartal. Kann GEICO eine Schaden-Kosten-Quote von durchschnittlich 94 Prozent erzielen (6 Prozent Marge) bei einer Durchschnittsprämie von 1.500 Dollar, entspräche das 90 Dollar Gewinn pro Jahr pro Versicherungsnehmer. Das wiederum bedeutet, Berkshire benötigt allein schon etwa 8 Jahre, um die Werbekosten wieder einzuspielen. Welche Faktoren also (abgesehen natürlich von der Float-Generierung) machen dieses Unternehmen so verdammt wertvoll?
- 3 Anm. d. Übers.: Damit sind umfassende Sozial- und Wirtschaftsreformen gemeint, die unter Präsident Franklin D. Roosevelt in den 1930er-Jahren durchgeführt wurden.
- 4 Finden wir auch.
- 5 Anm. d. Übers.: Die Federal Deposit Insurance Corporation ist der amerikanische Einlagensicherungsfonds.
- 6 Durchschnittlich liegt der Wert bei 1,2 Millionen Wohnungseinheiten pro Jahr. Während der Blase waren es um die 2 Millionen Einheiten jährlich.



7 Und dabei angeblich jedes Buch über Wirtschaft gelesen, was es dort gab.

*[OceanofPDF.com](http://OceanofPDF.com)*



# 2012

**VERANSTALTUNGSORT** CenturyLink Center (das ehemalige Qwest Center)

**TEILNEHMERZAHL** 35.000

## **EINZELHEITEN ZU DIESEM JAHR**

- Die Veranstaltung dauerte sechs Stunden. Beeindruckend, wie gut die „Professoren“ Buffett und Munger (81 und 88 Jahre alt) durchgehalten haben.
- Im Anschluss an das Wochenende verkündete Buffett erfreut, dass die Berkshire-Aktionäre 35 Millionen Dollar in der Berkshire Mall gelassen haben – für alles von See's Candy bis hin zu Schmuck von Borsheim. Das entspricht 1.000 Dollar pro Teilnehmer!

**RANG IM FORTUNE 500** 7

**AKTIENKURS** 114.813 Dollar

Heutiger Wert eines 1964 investierten Dollar: **9.282 Dollar** Berkshires Buchwert pro Aktie ist von 19,46 Dollar auf **114.214 Dollar** (ein Zuwachs von durchschnittlich **19,7 Prozent** pro Jahr) gestiegen. Der S&P 500 legte im selben Zeitraum um durchschnittlich **9,2 Prozent** pro Jahr zu.

# HÖHEPUNKTE AUS DEN NOTIZEN FÜR 2012

---

## Eurokrise

Munger und Buffett waren sich einig: Das Durcheinander namens Eurokrise ist aktuell *das* große Thema und eine Antwort nur schwer zu finden. Im Verlauf der Geschichte sind viele Staaten an ihren Schulden gescheitert.

Buffett wies darauf hin, dass der Wohlstand nicht verschwinde – die Bauernhöfe, die Fabriken, die Arbeitskraft seien weiterhin vorhanden. Stattdessen werde der Wohlstand nur umgeschichtet. Und zwar in großem Stil. Wenn die EZB ein Rettungspaket für über 1.000 Milliarden Euro schnüre, sei das so, als ob man einem Mann mit einem Einschusskonto noch mehr Schulden aufbürde.

Munger warf ein, dass es gefährlich sei, bei der Haushaltsdisziplin die Zügel zu lockern. Angelehnt an den Philosophen Augustinus sagte er: „Jeder wünscht sich Haushaltsdisziplin, aber jetzt noch nicht.“ Er empfahl, dem Vorbild des alten Roms nachzueifern. Dort waren die Kosten der Punischen Kriege bereits vor dem Ende der Auseinandersetzungen zu zwei Dritteln getilgt.

Abschließend erklärte Munger, was fehle, seien mehr Opfer, mehr Patriotismus und mehr zivilisierte Politik.

## Banken

Amerikas Banken seien in einer viel besseren Position als die europäischen Banken, erklärte Buffett: Sie hätten den Großteil der gewaltigen Verluste abgeschüttelt, hätten in großem Stil Kapital eingesammelt und nun „kommt ihnen die Liquidität zu den Ohren heraus“.

Die USA seien eine gänzlich föderale Union und könnten deshalb ihr eigenes Geld drucken, sagte Munger. Ihm gefalle das System der Vereinigten Staaten.

Buffett stimmte zu und sagte, es sei ein Unterschied wie Tag und Nacht. Die amerikanische Zentralbank und das US-Finanzministerium können tun und lassen, was sie wollen. In Europa dagegen hätten 17 Nationen ihre Währungssouveränität aufgegeben. Wie Henry Kissinger einst sagte: „Wenn ich Europa anrufen will, welche Nummer muss ich da wählen?“

Dass die EZB ein Paket von 1.000 Milliarden Euro schnüre, sei gewaltig, sagte Buffett (die Summe entspricht einem Sechstel aller Spareinlagen in den USA!). Die europäischen Banken haben geringere Spareinlagen und würden sich stärker auf institutionelle Investoren verlassen. Deshalb sei es für sie wichtig, mehr Kapital zu generieren, doch haben sie wenig in dieser Richtung unternommen. Zumindest habe eine italienische Bank Bezugsrechte angeboten, so Buffett.

Kanada habe sich an die alten Standards gehalten und fast überhaupt keine Probleme zu beklagen gehabt, sagte Munger. Wir hätten dem vernünftigen Anstand den Rücken gekehrt, uns jeder Menge Torheiten hingegeben, uns beschämend aufgeführt und mussten dafür gewaltige Schäden hinnehmen. Ähnliches sei in Irland und Spanien geschehen. Greenspan habe mit seiner Politik des Laissez-faire falsch gelegen. Es sei Aufgabe des Staats, Fehlverhalten zu unterbinden. Nachdem die Krise erst einmal ausgebrochen war, mussten wir in Amerika verstaatlichen.

Buffett gestand ein, er habe sich für sein Privatkonto einige JP-Morgan-Anteile gekauft. Seine Lieblingsbank ist Wells Fargo und deren Aktien kauft er nur für Berkshire, das inzwischen mehr als 400 Millionen Aktien hält.<sup>1</sup>

## Chief Risk Officer

Die Rolle des Chief Risk Officers (CRO) sei nichts, was man wegdelegieren dürfe, erklärte Buffett. Zu oft habe er erlebt, wie Berichte der Abteilung für Risikomanagement ignoriert wurden. Er sei der CRO bei Berkshire und das sei zusammen mit der Kapitalverteilung und der Auswahl von Managern seine Hauptaufgabe. Die beiden zentralen Risiken, mit denen er sich befasst, sind zu hohe Verschuldung und Versicherungsrisiken.

Schlimm genug, dass das Risikomanagement delegiert wurde, es sei auch noch auf eine dumme Art und Weise geschehen, schimpfte Munger. „Value at Risk“<sup>2</sup> sei eine der blödesten Ideen aller Zeiten.

Buffett stimmte ihm zu: Promovierte, die es doch eigentlich besser wissen sollten, verließen sich blind auf ihre todschicken mathematischen Formeln, dabei ließen sich diese nicht immer auf das menschliche Verhalten übertragen.

Munger erzählte, wie Sandy Gottesman (Gründer der Investmentberater First Manhattan und seit 2003 Mitglied im Board von Berkshire) den Mann feuerte, der ihm die besten Ergebnisse lieferte. Der Mann fragte: „Wie kommen Sie dazu, mich zu feuern?“, woraufhin Gottesman erwiderte: „Ich bin ein reicher alter Mann und Sie machen mich nervös.“

Bei Berkshire gebe es niemanden, der ihn nervös mache, versicherte Buffett den Aktionären.

## Sondergeschäfte

Buffett erzählte, dass sich nicht die Bank of America bei ihm gemeldet habe, sondern er selbst unaufgefordert beim CEO Brian Moynihan angerufen und ihm das Angebot gemacht habe, Vorzugswandelanleihen mit Bezugsrechten zu kaufen (Anleihen im Wert von 5 Milliarden Dollar zu sechs Prozent verzinst, dazu zehnjährige Bezugsrechte, für bis zu 700 Millionen Stammaktien, für 7,14 Dollar das Stück zu kaufen). Die beiden hatten noch nie zuvor miteinander gesprochen, allerdings wusste Moynihan, dass Buffett a) befugt war, sich verbindlich festzulegen und dass ihm b) große Beträge zur Verfügung standen.

Diesen Vorteil werde Berkshire auch dann noch besitzen, wenn er selbst einmal nicht mehr sei, sagte Buffett. Der nächste CEO werde möglicherweise nicht über ein Adressbuch wie Warren verfügen, aber er könne dennoch die einmaligen Vorteile Berkshires in die Waagschale werfen.

Buffett erklärte, die Auswirkungen dieser Sondergeschäfte seien Peanuts im Vergleich zu den Folgen, die der Kauf großartiger Unternehmen langfristig für Berkshire hat.

## Versicherung

Ein Teil des Lebensversicherungsgeschäfts von Swiss Re gehört Berkshire und in diesem Segment fiel die Sterberate überraschend höher als erwartet aus. Eine entsprechende Frage dazu veranlasste Buffett, sich über eines seiner Lieblingsthemen auszulassen.

Überraschungen wie diese seien der Grund dafür, warum es Berkshires zentraler Leitsatz ist, bei den Reserven konservativ zu denken. GEICOs Geschäft sei ein kurzlebiges und Jahr für Jahr gebe es Freisetzungen bei den Reserven. Als Berkshire 1998 General Re kaufte, war das Unternehmen zu schlecht aufgestellt, was die Reserven anging. Nun, unter der Führung von Tad Montross, würde sich die Reservensituation gut entwickeln.

„Es ist unvermeidbar, dass einige Verträge sich schlechter als erwartet entwickeln“, warf Munger ein. „Wenn das nicht der Fall wäre, warum sollte dann jemand Versicherungen abschließen?“

Nach dem 11. September 2001 sei es sehr schwierig gewesen, Versicherungsschäden einzuschätzen. Was beispielsweise zählt als „Betriebsausfall“? Ähnlich war es nach dem Tsunami in Japan. Kann ein amerikanischer Hersteller von Autoteilen hier einen Betriebsausfall geltend machen? Derartige Angelegenheiten zu klären, dauere Jahre und sei ein weiteres Argument dafür, eine konservative Reservenpolitik zu betreiben.

Die Rückversicherung von Katastrophen zu bepreisen, sei eine sehr schwierige Aufgabe. Es sei sehr schwer, eine Reihe zufälliger Ereignisse von etwas zu unterscheiden, was einen langfristigen Trend darstellen könnte. Buffetts Taktik in derartigen Fällen: Man geht vom Schlimmsten aus und berechnet die Preise auf dieser Grundlage.

Während der vergangenen Monate hat Berkshire deutlich mehr Neugeschäfte in Asien, Neuseeland, Australien, Thailand und so weiter abgeschlossen. Buffett wiederholte, was er bereits vergangenes Jahr gesagt hatte: Das zweite Beben in Neuseeland habe versicherte Schäden in Höhe von 12 Milliarden Dollar verursacht, und das in einem Land mit fünf Millionen Menschen. Auf einer Pro-Kopf-Basis entspreche das der Zerstörungswirkung von zehn Wirbelstürmen in der Größenordnung von Katrina. Wegen Ereignissen wie diesen besteht Buffett darauf, dass Berkshires Barreserven mindestens 20 Milliarden Dollar betragen.

Sehr zufrieden ist Buffett mit dem anhaltenden Erfolg von GEICO. Der Wert des Unternehmens liege 15 Milliarden Dollar über dem Buchwert, behauptete er.<sup>3</sup>

GEICO laufe unter Volldampf. 1995 betrug der Marktanteil von GEICO zwei Prozent. Unter der herausragenden Führung von Tony Nicely ist der Anteil mittlerweile auf nahezu zehn Prozent gestiegen.

„General Re war neben der Spur, als wir es übernommen haben – viele Geschäfte, bei denen Wachstum der Vorzug vor Rentabilität gegeben wurde“, räumte Buffett ein.

Joe Brandon nahm eine Neuausrichtung der Zeichnungspolitik vor und Tad Montross setzte den Weg fort. Mittlerweile habe das Unternehmen die richtige Größe und die Firmenkultur sei gut. Auch die Aussichten sprächen für ein anständiges langfristiges Wachstum. Kurzum: Es sei ein hervorragender Vermögenswert für Berkshire entstanden.

Bei der Bewertung von General Re würde Buffett zur Berechnung des inneren Werts Nettowert und Float addieren. Bei der Bewertung von GEICO würde er darüber hinaus die beträchtlichen Zeichnungsgewinne für die nächsten 10, 20 Jahre und die beträchtlichen Wachstumsaussichten einpreisen.

## Float

Als Berkshires Float 40 Milliarden Dollar erreichte, begann Buffett zu sagen, dass ein weiteres deutliches Wachstum unwahrscheinlich sei. Mittlerweile beläuft sich der Float auf 70 Milliarden Dollar.

Ajit Jain hat sich mit viel Einfallsreichtum neue Wege erdacht, den Float zu steigern. Allerdings laufen einige Dinge – rückwirkende Versicherungen beispielsweise – einfach aus.

Buffett lobte Jain dafür, bei Berkshire im Laufe der Jahre Wunder bewirkt zu haben und mit dem „schmelzenden Eiswürfel“, den Berkshires Float darstellt, spektakuläre Arbeit zu leisten. Hinzu kommt, dass Berkshires Unternehmen mit Gewinn versichern und Berkshire deshalb zum Schnäppchenpreis Nutzen aus seinem Float ziehen kann. Solange dieser Zustand anhält, bezahlen die Menschen Berkshire dafür, diese 70 Milliarden

Dollar an Float zu halten!

Sach- und Unfallversicherung sei kein fantastisches Geschäft, sagte Munger. Um gut zurechtzukommen, müsse man zu den obersten zehn Prozent des Markts gehören. Berkshire habe das möglicherweise beste Geschäft der Welt und wenn man etwas habe, das sehr gut sei, aber nicht viel wachse, sei das okay.

## Wie Berkshire geleitet wird

Es sei illusorisch zu glauben, dass im durchschnittlichen Firmenhauptquartier enorme Kontrolle ausgeübt werde, sagte Munger. Bei Berkshire sei nicht viel große Kontrollarbeit durch das Hauptquartier erforderlich, das sei einer der schönen Aspekte an dem Unternehmen.

Buffetts Rezept, wenn es darum geht, Berkshires Manager zu motivieren, lautet: Er lässt ihnen Raum, ihre eigenen Bilder zu malen. Er scherzte, wenn ihm jemand sagen würde, er solle mehr Rot und weniger Blau verwenden, würde er demjenigen schon sagen, wohin er sich den Pinsel stecken könne. Er hat Gefallen daran, seine eigene Leinwand zu bemalen und den Applaus einzuheimsen, wenn etwas gut gelungen sei. Also suche er Manager, die genauso ticken, drücke ihnen den Pinsel in die Hand und belohne sie anständig für gute Leistungen. Darüber hinaus müssten die Manager von Berkshire nicht zu Aktionären, Anwälten, Medien und so weiter reden und könnten sich auf ihr Geschäft konzentrieren.

Sein Hauptaugenmerk liege nicht darauf, etwas wegzunehmen, was bereits gut ist und eine Art negativer Kunst zu erschaffen, so Buffett.

Munger unterstrich, wie rational dieses Vorgehen sei, wenn man es mit den Prozent- und Quotenvereinbarungen vergleiche, die Personalabteilungen aus dem Hut zaubern. Über Vergütungsberater sagte er, Prostitution wäre für die schon ein beruflicher Aufstieg.

„Charlie ist unser Chefdiplomat bei Berkshire“, witzelte Buffett.

## Bewertung

Er fände es besser, wenn Berkshire nur einmal im Jahr gehandelt werden könnte und das zu einem gerechten Preis, auf den sich er und Charlie verständigen, bekannte Buffett. Auf diese Weise arbeiten einige nicht börsennotierte Unternehmen. Die Börsen dagegen tun manchmal seltsame Dinge.

Berkshire habe Mitte der 1990er-Jahre Aktien ausgegeben, als das Unternehmen zu hoch bewertet war, erinnerte uns Buffett. Im Prospekt erklärten Buffett und Munger damals, dass sie zu diesem Preis die Aktie nicht kaufen würden und sie würden auch ihren Familien nicht zum Kauf raten. Das dürfte ein Novum für eine Börsen-Emission gewesen sein.

Berkshires innerer Wert sei deutlich höher als der Buchwert, bestätigte

Buffett. Inoffensiv störe ihn die Vorstellung nicht im Geringsten, Aktien zum 1,1-Fachen des Buchwerts zu kaufen. Er würde gerne für Dutzende Milliarden Dollar Aktien zu 110 Prozent des Buchwerts zurückkaufen, solange er dabei seine Barreserve von 20 Milliarden Dollar behält. Ein derartiger Schritt würde zweifelsohne den inneren Wert pro Aktie erhöhen, so etwas in großem Stil durchzuführen wäre also offensichtlich ein Erfolgsrezept.

Berkshire habe kürzlich fast ein 22 Milliarden Dollar schweres Geschäft abgeschlossen, sagte Buffett. Es gebe also noch reichlich andere Wege, den Wert zu steigern, als nur durch Aktienrückkäufe.

Er habe viermal einen Aktiensplit miterlebt, schilderte Buffett. Das Schöne an Aktien sei, dass sie manchmal zu völlig irren Preisen verkauft werden: „So sind wir reich geworden.“

Wie in den vergangenen Jahren schon erklärte Buffett, dass Kapitel 8 und Kapitel 20 von *Intelligent investieren* alles enthalten, was man wissen müsse. Man solle sich zudem verinnerlichen, dass Aktien manchmal falsch bepreist werden.

In den nächsten 20 Jahren werde es immer wieder vorkommen, dass Berkshire deutlich überbewertet oder unterbewertet werde. Der Aktienmarkt sei der entgegenkommendste aller Wege zum Geldverdienen. Mit dem richtigen System bewaffnet habe man die Regeln auf seiner Seite.

Als es um die Bewertung der operativen Unternehmungen ging, sagte Buffett, er würde die Firmengruppe liebend gerne für das Zehnfache des Vorsteuergewinns kaufen, vielleicht sogar für einen noch höheren Betrag.

## Bodenschätze

Billiges Erdgas sei, was das Handelsdefizit anbelange, gewaltig von Vorteil gewesen, sagte Buffett. Die Energiesituation der USA habe sich innerhalb von drei Jahren mächtig verändert.

Der Stromverbrauch sei in erstaunlichem Maße zurückgegangen, so Buffett – die Kilowattstunden sanken im ersten Quartal um 4,7 Prozent. Bei einem Erdgaspreis von 2 Dollar pro tausend Kubikfuß und Öl bei 100 Dollar pro Barrel sei Erdöl 50-mal so teuer wie Erdgas, sagte Buffett. Etwas Derartiges habe er niemals für möglich gehalten. Bei derart niedrigen Preisen verdränge Erdgas Kohle.

Die Art und Weise, wie wir mit unseren Erdgasreserven umgehen, sei idiotisch, erklärte Munger. Er würde zuerst die weniger kostbare Kraftwerkskohle aufbrauchen. Das wäre vernünftig und genau das Gegenteil dessen, was wir derzeit tun.

Es wäre besser für uns gewesen, hätten wir in den vergangenen 50 Jahren Erdöl und Erdgas im Boden gelassen, also die Kohlenwasserstoffe, die die kostbarste Ressource der Vereinigten Staaten darstellen.



„Energieunabhängigkeit ist dumm“, fasste Munger seine Meinung gewohnt „zurückhaltend“ zusammen. „Wir sollten mit den Reserven sparsam umgehen und zuerst die Ressourcen der anderen aufbrauchen.“

„Das ist Charlies Version davon, sich den Sex fürs Alter aufzusparen“, scherzte Buffett, woraufhin Munger erwiderte: „Aber wir werden das Öl aufbrauchen!“

## Business School

Wie jedes Jahr wetterten Buffett und Munger auch dieses Mal gegen die Portfoliotheorie und die Business Schools, an denen dieser Ansatz gelehrt wird. Die Business Schools würden sich auf einen Trend nach dem anderen konzentrieren und der Großteil davon basiere auf irgendwelchen mathematischen Faktoren, sagten sie.

Wenn er eine Business School betreiben würde, gäbe es dort bloß zwei Unterrichtsfächer, sagte Buffett: 1) Wie bewerte ich ein Unternehmen und 2) Wie denke ich über die Märkte. Ray Kroc habe niemals den Optionswert von McDonald's kennen müssen, stattdessen habe der Gründer der Schnellrestaurantkette lang und intensiv darüber nachgedacht, wie er bessere Pommes frites hinbekomme.

„Denken Sie über Unternehmen nach und kaufen Sie Unternehmen zu weniger, als sie wert sind. Dann werden Sie Geld verdienen“, schloss Buffett.

Munger warf ein, wenn man eine sehr langfristige Option zu einem Unternehmen bewerte, das man versteht, passe das nicht ins Black-Scholes-Optionspreismodell. Das ergebe keinen Sinn, aber die Bilanzbuchhalter wollten nun einmal standardisierte Bewertungsmodelle und die haben sie auch bekommen.

## Die Buffett-Regel

Buffett erklärte noch einmal ausführlich seinen Vorschlag, wonach die Reichen mehr Steuern bezahlen sollen. Dies beziehe sich ausschließlich auf die 400 größten Einkommen, erläuterte er. Im Schnitt spräche man über 270 Millionen Dollar und 131 Personen aus dieser Gruppe würden weniger als 15 Prozent Steuern bezahlen. 1992 seien die 400 größten Verdienster auf durchschnittlich 45 Millionen Dollar gekommen und gerade einmal 16 davon hätten weniger als 15 Prozent an Steuern gezahlt.

Was er sagen wolle: Eine Gruppe von Menschen, die in den vergangenen zwei Jahrzehnten dermaßen gut abgeschnitten habe, solle zumindest so hohe Steuern zahlen wie vor 20 Jahren.

Er selbst betreibe keine Steuerplanung und keine Spielchen, sagte Buffett. Er hat in den vergangenen Jahren zwischen 25 Millionen und 65 Millionen Dollar verdient und konnte mit 17 Prozent den geringsten Steuersatz in seinem Büro vorweisen.

## MidAmerican Energy

Dank einer auf zehn Jahre angelegten Subventionierung von 2,2 Cent pro Kilowattstunde arbeite MidAmerican Energy sehr viel mit Windkraft, sagte Buffett. Anderenfalls wäre die Wirtschaftlichkeit nicht gegeben.

MidAmerican Energy gehört auch die Hälfte zweier großer Solarprojekte. Sowohl Solarenergie als auch Windkraft benötigen Subventionen, um vorangetrieben werden zu können. Und da Wind unberechenbar ist, könne man sich für die Grundlast nicht auf Windenergie verlassen. Windkraft werde immer nur eine Ergänzung sein.

Greg Abel, der CEO von MidAmerican Energy, sagte, dank der steuerlichen Anreize hole man 30 Prozent der Herstellungskosten wieder herein. Da Berkshire seine Steuern in vollem Umfang bezahlt, kommt es auch in den vollen Genuss dieser steuerlichen Vergünstigungen. Damit hebe man sich von 80 Prozent der Versorger ab, sagte Buffett. Da sie durch Abschreibungen ihre zu versteuernden Gewinne drücken, könnten sie die Steuervorteile nicht vollständig nutzen.

MidAmerican Energy sei ein kapitalintensives Unternehmen und zwölf Prozent wären eine vernünftige Erwartung, was die Kapitalrendite bei diesem Versorger anbelangt, so Buffett. Er überraschte uns ein wenig mit der Ankündigung, dass sich MidAmerican Energy in den kommenden 15 Jahren gewaltige Investitionsmöglichkeiten eröffnen könnten, möglicherweise in einer Größenordnung von bis zu 100 Milliarden Dollar.

## Systemisches Risiko

Buffett verriet, was seine Regel Nummer eins ist, wenn es um systemisches Risiko gehe: „Du musst auch morgen noch spielen können.“ Das bedeutet, egal was passiert, man darf nicht pleitegehen. Insofern gilt es, reichlich Reserven zurückzuhalten und die Schulden niedrig zu halten.<sup>4</sup> Wenn dafür gesorgt ist, kann man anfangen zu investieren.

Buffett sagte, Charlie und er hätten in 53 Jahren, wenn sie den Kauf eines Unternehmens erörtern, niemals über die makroökonomische Lage gesprochen. „Wenn es ein gutes Unternehmen zu einem guten Preis ist, kaufen wir es. Schlechte Nachrichten wird es immer geben.“

Seine erste Aktie habe er 1942 gekauft und damals sei Amerika noch dabei gewesen, den Krieg zu verlieren! Er rief den Anwesenden in Erinnerung, dass er seinen „Kauft Aktien“-Gastkommentar für die *New York Times* 2008 während der großen Krise geschrieben habe.

Buffett fasste kurz und knapp zusammen: „Wir achten darauf, Wert zu kaufen. Worauf wir nicht achten, sind Schlagzeilen.“

## Eisenbahnen

Eisenbahngesellschaften hätten in den vergangenen 15, 20 Jahren ihre Situation verbessert, erklärte Buffett. Eisenbahnen seien ein ausgesprochen effizienter und umweltfreundlicher Weg, Waren zu bewegen. Selbst für das Sechsfache des Verkaufspreises ließen sich diese Vermögenswerte möglicherweise nicht kopieren.

Buffett sagte, bei BNSF werden in den nächsten zehn Jahren die Ausgaben voraussichtlich deutlich mehr betragen als die Wertminderung. Er rechne mit einer guten Rendite.

Angesichts der Summe, mit denen Berkshire arbeitet, sei er mit einem zwölfprozentigen Kapitalertrag zufrieden, sagte Buffett. Das gelte umso mehr mit Blick auf Berkshires Float, der selbst im schlimmsten Fall nur geringe Kosten erzeugt. Mit einer Gallone (4,4 Liter) Diesel könne die Eisenbahn eine Tonne Last 500 Meilen weit bewegen. Lkw kosten das Dreifache. Auf die Eisenbahnen würden inzwischen 42 Prozent des Verkehrs zwischen den Städten entfallen, deshalb habe die Schiene deutliche Vorteile gegenüber dem Straßenverkehr, wenn es um Kosten, Überlastung und Emissionen gehe. BNSF werde 3,9 Milliarden Dollar in die Verbesserung und den Ausbau der Systeme stecken, alles in diesem Jahr und alles ohne einen Scheck der Regierung.

BNSF in die Karten gespielt haben technische Durchbrüche und der Ölboom in North Dakota, räumte Munger ein. Es werden auch wieder Rückschläge kommen, aber das ändere nichts daran, dass BNSF insgesamt ein fantastisches Unternehmen mit einem fantastischen Management sei.

## Investmentmanager bei Berkshire

Buffett äußerte sich zufrieden über Todd Combs und Ted Weschler, die beiden Hedgefonds-Manager, die geholt wurden, um einen Teil des Berkshire-Portfolios zu verwalten. Er habe das Gefühl, mit beiden einen Hauptgewinn gezogen zu haben, sagte er. Jeder von den beiden könne anderswo mehr Geld verdienen, räumte Buffett ein und scherzte dann, sie dürften sich aber kostenlos am Coca-Cola-Getränkeautomaten im Büro bedienen.

Combs und Weschler erhalten 1 Million Dollar pro Jahr sowie zehn Prozent der Differenz, mit der ihr Portfolio den rollierenden Drei-Jahres-Durchschnitt des S&P übertrifft. 80 Prozent des Bonus hängen von den eigenen Leistungen ab, 20 Prozent von denen des anderen. Diese Vereinbarung soll zum Teamwork ermuntern. Eine ähnliche Vereinbarung hatte Berkshire mit Lou Simpson, der viele Jahre lang das Portfolio bei GEICO betreute.

Die Vereinbarung funktioniere besser, als er es erhofft habe, berichtete Buffett. Er habe die Portfolios um jeweils 1 Milliarde Dollar erhöht, sodass Combs und Weschler nun jeweils 2,75 Milliarden Dollar verwalten.

## Zeitungen

Buffett wurde zum Kauf des *Omaha World Herald* befragt, woraufhin er erwiderte, dass Zeitungen vor 50 Jahren die Primärquelle waren. Heute dagegen könnten unglaublich viele Informationen unmittelbar und kostenlos im Internet abgerufen werden. Um überleben zu können, müssten Zeitungen bei irgendetwas führend sein. Außerdem müssten sie auf bezahlte Online-Abonnements umsteigen und nicht länger ihr Produkt verschenken.

Eine Strategie, die Buffett Zeitungen empfahl, besteht darin, die Haupt-Informationsquelle für die örtliche Gemeinde zu sein. Auf diese Weise verdiene Berkshire in Buffalo etwas Geld mit den *Buffalo News*.

Möglicherweise werde Berkshire noch weitere Zeitungen kaufen, teilte Buffett mit.<sup>5</sup> Das wirtschaftliche Fundament sei nicht mehr so gut, wie es einmal der Fall war, aber Zeitungen hätten noch immer eine Aufgabe zu erfüllen.<sup>6</sup>

## Schrumpfende Geschäfte

Über das Thema Zeitungen kam man darauf zu sprechen, dass es rentabler ist, Wachstumsgeschäfte zu besitzen, dass schrumpfende Geschäfte aber eine Menge Barmittel freisetzen können. Berkshire kennt sich damit aus.

Berkshire habe als Textilunternehmen in Neuengland angefangen, erzählte Buffett, dann sei man 1966 mit Sandy Gottesman durch das Kaufhaus Diversified Retailing aus Baltimore in den Einzelhandel eingestiegen. Charlie wurde Präsident eines Unternehmens, dessen Umsatz seit 1967 von 120 Millionen Dollar auf 20.000 Dollar zurückgegangen ist.<sup>7</sup>

In jenen Tagen sei man masochistisch gewesen, schloss Buffett und Munger fügte hinzu: „Und auch ignorant.“

## Fehler vermeiden

Investoren sollten sich von Unternehmen fernhalten, deren Geschäft sie nicht gut verstehen, riet Buffett. Empfehlenswert sei es, eine vernünftige Idee davon zu besitzen, wo das Unternehmen in fünf bis zehn Jahren stehen werde – und dann auf einen irren Preis zu warten.

Vermeiden solle man Neuemissionen. Da würden die Insider ihr Unternehmen verkaufen und es sei lächerlich zu glauben, in einer Welt mit Tausenden von Aktien sei ein Börsengang die allerbeste Möglichkeit, ein Geschäft zu machen. Der Zeitpunkt des Verkaufs werde von den Emittenten ausgesucht, insofern lohne es sich nicht, auch nur fünf Sekunden darüber nachzudenken.

Filter helfen, seine Zeit nicht mit unproduktiven Ideen zu verschwenden. Vermeiden Sie hohe Verluste.

Munger riet dazu, Emissionen zu vermeiden, bei denen eine große

Provision fällig wird. Stattdessen solle man sich ansehen, was andere kluge Köpfe kaufen. Buffett erinnerte sich, dass er genau aus diesem Grund vor Jahren immer mit großer Begeisterung die Rundschreiben von Graham-Newman gelesen habe.

Denken Sie darüber nach, wie Sie auch morgen noch spielen können. Vermeiden Sie die allergrößten Fehler. Andererseits, so Buffett, würden er und Munger beide über einen Instinkt verfügen, große Dinge anzugehen.

Denken Sie nicht zu lang über Fehler nach. Lernen Sie aus den Fehlern anderer Menschen. Dass sie ständig das Scheitern anderer studieren, habe ihnen enorm weitergeholfen, sagte Buffett.

Lesen Sie Geschichten über finanzielle Fehlschläge.

## Keine Dividende

Solange jeder zurückbehaltene Dollar mindestens einen Dollar Wert oder noch mehr generiert, werde Berkshire damit fortfahren, die Gewinne zurückzuhalten, sagte Buffett. Sollte jemand Einkommen benötigen, solle er einfach jedes Jahr einige Aktien verkaufen, riet Buffett.

„Wir haben in den 1960er-Jahren 10 Cent Dividende pro Aktie ausgeschüttet und das war ein riesiger Fehler“, sagte Buffett. „Wir denken noch einmal über eine Dividende nach, wenn wir älter sind.“

## Nicht vergessen, was alles schiefgehen kann

Buffett erzählte, dass er 1962 mit einem Kunstbudget in Höhe von 7 Dollar Kopien von sieben Tagen finanzieller Krisen angefertigt habe.

Eine dieser Krisen trug sich im Mai 1901 zu – die „Panik von 1901“. E.H. Harriman von der Union Pacific Railroad und J.P. Morgan lieferten sich ein Wettbieten um die Anteile des Eisenbahnunternehmens Northern Pacific Railroad. Harriman strebte die Kontrolle über Northern Pacific an, um die Eisenbahnverbindung nach Chicago zu bekommen. Der Kurs explodierte innerhalb eines Tages von 170 auf 1.000 und es kam zu einem Short Squeeze.<sup>8</sup> Es hagelte Einschussforderungen und ein verzweifelter Brauer beging Selbstmord, indem er sich in ein Bierfass stürzte.

Buffett schloss damit, dass er niemals in einem Bierfass sterben wolle.

An der Wall Street treffe man auf reichlich falsche Zuversicht, sagte Munger. Das Risiko an der Wall Street mag mithilfe der Gauß'schen Kurve gemessen werde, aber die Fat Tails seien schlicht nicht fett genug!<sup>9</sup>

## Zugangshindernis

„Wir kaufen Zugangshindernisse, wir errichten sie nicht“, verkündete Munger. Buffett stimmte ihm zu und sagte, einige Branchen hätten keine Barrieren – man müsse einfach nur ständig sehr schnell unterwegs sein.

Aber selbst wenn er 30 Milliarden Dollar hätte, um die Marke Coca-Cola aus den Regalen zu hauen, könne er das nicht tun, so Buffett. Um seinen Standpunkt zu unterstützen, ging er auf Virgin Cola von Richard Branson ein und wie dieses Produkt auftauchte und wieder verschwand. Eine Marke sei ein Versprechen, aber hier sei er nicht sicher gewesen, worin das Versprechen bestanden habe, scherzte Buffett.

Und niemand werde je eine weitere Eisenbahngesellschaft aufbauen, so Buffett weiter.

Ein einziger Wettbewerber könne ausreichen, einem das Geschäft zu vermiesen, erklärte Munger. Buffett sagte, er erinnere sich noch an die Zeit, als ihm in Omaha eine Tankstelle an der Ecke 30. Straße und Ruddick gehörte und wie sehr ihm der Wettbewerb durch eine Phillips-66-Station auf der anderen Straßenseite zugesetzt habe.

## Plutokratie

Mit einem Pro-Kopf-BIP von 48.000 Dollar ist Amerika eine reiche Nation. Während der vergangenen 20 Jahre sei jedoch viel zu viel Vergütung an die Spitzenmanager geflossen. Begünstigt wurde diese Entwicklung durch die Steuergesetze.

Möglicherweise habe man es hier mit einer natürlichen Weiterentwicklung der Demokratie zu tun und es sei ganz normal, dass sie sich zur Plutokratie weiterentwickle, so Buffett.<sup>10</sup> Die Gesellschaft benötige mäßigende Faktoren.

Munger erinnerte sich daran, wie er das erste Mal nach Boston kam. Damals führte Bürgermeister Curley seine Amtsgeschäfte gerade vom Gefängnis aus! Die Politik in Boston liefert zahllose Beispiele für ungeheuerliches Verhalten.

## Steuern und Bandwürmer

Befragt zu den Unternehmenssteuern in den USA antwortete Buffett, dass der Spitzensteuersatz bei 35 Prozent liege, der im Schnitt tatsächlich bezahlte Satz aber 13 Prozent betrage. Man könne bei den meisten Anlageinvestitionen zu 100 Prozent abschreiben.

Das Problem seien jedoch nicht die Unternehmensgewinne, die Bilanzen und die Liquidität, erklärte er. Unternehmenssteuern würden gerade einmal 1,2 Prozent vom BIP ausmachen. Die Gesundheitskosten dagegen würden 17 Prozent des BIP ausmachen, ein Nachteil von sieben Prozentpunkten gegenüber dem Rest der Welt. Gesundheitskosten seien der Bandwurm der amerikanischen Wirtschaft.

Es sei an der Zeit, dass eine Mehrwertsteuer eingeführt werde, äußerte Munger. Es sei logisch, den Konsum zu besteuern, um das Handelsdefizit auszugleichen, außerdem Sorge es für einen stetigeren Einnahmenfluss.

## Wie fühlen Sie sich?

Nachdem vor kurzem bekannt wurde, dass Buffett an Prostatakrebs erkrankt ist, beantwortete Buffett die unvermeidliche Nachfrage wie folgt: „Ich fühle mich großartig. Ich liebe das, was ich tue. Ich arbeite mit Menschen, die ich liebe. Ich habe jeden Tag mehr Spaß. Und ich besitze ein gutes Immunsystem.“

Munger scherzte: „Mir gefällt das nicht, dass Warren so viel Sympathie abbekommt. Vielleicht habe ich mehr Prostatakrebs als er. Aber das weiß ich nicht, weil ich mich nicht testen lasse.“

## Langfristige Prognosen

Wenn die Bevölkerung jedes Jahr um ein Prozent wachse und das BIP um 2,5 Prozent, wäre das im Vergleich zum Standard von vor 1.000 Jahren eine bemerkenswerte Leistung, so Buffett. Wir würden das reale BIP in jedem Jahrhundert vervierfachen – eine erstaunliche Leistung für eine Nation, die bereits über einen so hohen Lebensstandard verfüge.

Zu seinen Lebzeiten habe sich das reale Pro-Kopf-BIP *versechsfacht*, sagte Buffett. Wir sind unglaublich reich, leben in immensem Überfluss. In den 1930er-Jahren hätten die Menschen ein derartiges Wachstum für nahezu unmöglich gehalten. Im Land herrsche kein Chaos und die Prognosen seien großartig. Das System funktioniere noch. Selbst nach dem unglaublichen Crash von 2008/2009 hat die Wirtschaft eine außerordentliche Widerstandskraft an den Tag gelegt.

Munger äußerte sich weniger optimistisch. In einer gesättigten Volkswirtschaft wie der amerikanischen mit einem großen sozialen Netz und einer neu entstehenden Wettbewerbssituation würde er sich mit einem realen (also inflationsbereinigten) BIP-Wachstum von einem Prozent begnügen. Die Erwartungen seien zu hoch.

## Berkshires Zukunft

Die ersten 200 Milliarden Dollar seien schwer gewesen, aber da Berkshire jetzt Fahrt aufgenommen habe und über die richtigen Menschen und die richtige Unternehmenskultur verfüge, werden die nächsten 200 Milliarden ein Kinderspiel, sagte Munger. Er hoffe, die Familie Munger werde dieses Erbe nicht aufgeben.

- 1 Wells Fargo ist mittlerweile Berkshires größte Position nach Coca-Cola und entwickelt auf seine Weise eine Dominanz wie Coca-Cola. 34 Prozent der Hypotheken im ersten Quartal entfielen auf Wells Fargo, ein Marktanteil, der mehr als drei Mal so groß ist wie der des nächstgrößeren Wettbewerbers.
- 2 Anm. d. Übers.: Ein Modell zur Messung von Risiken auf Finanzmärkten.

- 3 Vergangenes Jahr sagte Buffett, er würde GEICO mit 1.500 Dollar pro Versicherungsnehmer bewerten. Angesichts von mehr als zehn Millionen Versicherten mal 1.500 Dollar kämen wir auf 15 Milliarden Dollar.
- 4 Wie bereits gesagt: Diese „eiserne Reserve“ bei Berkshire liegt aktuell bei 20 Milliarden Dollar an Barmitteln.
- 5 Tatsächlich erwarb Berkshire kurz darauf 63 Zeitungen von Media General.
- 6 Im April wurde gemeldet, dass Berkshire Goldman Sachs Schulden von Lee Enterprises abgekauft habe, und zwar 85 Millionen Dollar zu 65 Cent pro Dollar. Lee zählt mit 49 Tageszeitungen und 300 Wochenzeitungen zu den führenden Unternehmen im Markt für Lokalzeitungen.
- 7 Und das sind vermutlich alles Rabattmarken.
- 8 Anm. d. Übers.: Short Squeeze ist die Angebotsknappheit eines Wertpapiers (meist einer Aktie), das zuvor in großer Anzahl leerverkauft („geshortet“) wurde. Nach den Leerverkäufen müssen die daraus resultierenden offenen Positionen wieder glattgestellt werden. Steigt nun – entgegen der Erwartung der Leerverkäufer – der Börsenkurs des Wertpapiers, so müssen zur Verlustbegrenzung viele Leerverkäufer gleichzeitig das Wertpapier zurückkaufen, was zu einem Nachfrageüberhang führen kann, der den Kurs noch weiter nach oben treibt und damit die Verluste der Leerverkäufer weiter erhöht. Theoretisch haben Leerverkäufer daher ein unbegrenzt hohes Verlustrisiko. (Quelle: Wikipedia)
- 9 Anm. d. Übers.: Als „Fat Tail“ werden Ausreißer über den Rand der Normalverteilung bezeichnet.
- 10 „Plutokratie“ setzt sich zusammen aus dem Altgriechischen „Ploutos“ („Wohlstand“) und „Kratos“ („Macht“).





# 2013

**VERANSTALTUNGSORT** CenturyLink Center

**TEILNEHMERZAHL** 45.000

**EINZELHEITEN ZU DIESEM JAHR**

- Während der sechsstündigen Aktionärsversammlung stellten die „Professoren“ Buffett und Munger (82 und 89 Jahre alt) wieder ein beeindruckendes Durchhaltevermögen unter Beweis.
- Ein Gremium von drei Journalisten und drei Analysten (darunter der Leerverkäufer Doug Kass) stellte in der offenen Fragerunde einen Großteil der Fragen. Die Qualität der Fragen war dadurch deutlich höher.

**RANG IM FORTUNE 500** 5

**AKTIENKURS** 134.102 Dollar

Heutiger Wert eines 1964 investierten Dollar: **10.481 Dollar** Berkshires Buchwert pro Aktie ist von 19,46 Dollar auf **134.973 Dollar** (ein Zuwachs von durchschnittlich **19,7 Prozent** pro Jahr) gestiegen. Der S&P 500 legte im selben Zeitraum um durchschnittlich **9,4 Prozent** pro Jahr zu.

# HÖHEPUNKTE AUS DEN NOTIZEN FÜR 2013

---

## GEICO

Oft haben wir davon gesprochen: So, wie sich die Weltwirtschaft entwickelt, werden die Großen immer größer und die Starken immer stärker. Gut geführte Unternehmen mit erfolgreichen Geschäftsmodellen nehmen den weniger gut geführten Firmen Marktanteile ab. Unternehmen, die über Möglichkeiten zu skalieren verfügen, werden mit den zunehmenden regulatorischen Auflagen und den Komplexitäten der modernen Gesellschaft besser fertig.

Wir lieben die kleinen, aber gewettet wird auf die großen Tiere. Und GEICO wird sehr rasch groß. GEICO verfügt seit jeher mit dem Direktvertrieb von Kfz-Versicherungen über ein erfolgreiches Geschäftsmodell. Der Makler bleibt außen vor, was für GEICO die Lieferkosten senkt, und das ist gut, denn in Geschäftsbereichen mit Bedarfsartikeln setzt sich üblicherweise der günstigste Anbieter durch.

Buffett schrieb an der Columbia seine Dissertation über das Unternehmen. In den 1970er-Jahren geriet GEICO in Schwierigkeiten und Buffett nutzte die Kursschwäche, um in großem Stil Aktien des Unternehmens zu erwerben. Berkshires Beteiligung wuchs und wuchs, weil GEICO-CEO Jack Byrne aggressiv Aktien zurückkaufte. 1995 dann übernahm Berkshire für das etwa Dreifache des Buchwerts den noch fehlenden Anteil an GEICO.

Damals galt das als hoher Kaufpreis, aber Buffett war klar, dass GEICO als börsennotiertes Unternehmen nicht so aggressiv expandieren konnte, wie es wollte. Nachdem GEICO eine hundertprozentige Berkshire-Tochter geworden war, konnte Buffett das Gaspedal voll durchtreten. Schon bald gab GEICO für Anzeigen mehr Geld aus *als der Rest der Kfz-Versicherer zusammen*. Diese landesweit betriebene Markenpolitik verankerte den Namen des Unternehmens fest im Bewusstsein der Verbraucher und führte zu einer außerordentlichen Steigerung des Marktanteils.

Seit 1995 ist GEICOs Anteil am Markt für private Kfz-Versicherungen von 2,5 Prozent auf 9,7 Prozent gestiegen. Und das Geschäft beschleunigt sich noch weiter.

Bei der Jahreshauptversammlung bekam sich Buffett vor Freude fast gar nicht mehr ein, als es darum ging, welche Zugewinne GEICO bei den

Abschlüssen und den Vertragsverlängerungen hatte erzielen können.

Eine hohe und weiter steigende Abschlussquote beschert GEICO beträchtliche Wertsteigerungen. Im laufenden Jahr hat GEICO bereits über 470.000 Vertragsnehmer hinzugewonnen, für das ganze Jahr könnte die Millionenschwelle überschritten werden. Das entspräche laut Buffetts Schätzung *zwei Drittel aller 2013 neu abgeschlossenen Kfz-Versicherungen*. Ein erstaunliches Ergebnis.

Darüber hinaus hat GEICO bei der Verlängerung bestehender Verträge (Stichwort „Beständigkeit“) eine deutliche Steigerung erzielen können. Das sei „reines Gold“, erklärte Buffett. Jedes Geschäft, bei dem einem die Menschen Jahr für Jahr aufs Neue einen Scheck schicken, habe seinen Reiz.

Jeder Vertrag habe einen mathematischen Wert von etwa 1.500 Dollar, sagte Buffett. Gelingt es GEICO also tatsächlich, dieses Jahr eine Million neuer Vertragsnehmer hinzu zu gewinnen, würde dies den inneren Wert Berkshires um weitere 1,5 Milliarden Dollar steigern. Keine dieser Zahlen taucht direkt in der Gewinn- und Verlustrechnung oder in der Bilanz auf, steigert aber natürlich den Wert GEICOs im Vergleich zu dem, was in den Büchern steht.<sup>1</sup>

## Exkurs zum Thema Kfz-Versicherung

Zum neuen Produkt „Snapshot“ der Progressive Versicherung befragt, hielt Buffett einen Vortrag zu den Grundlagen des Geschäfts. Beim Versicherungsgeschäft gehe es darum, herauszufinden, mit welcher Wahrscheinlichkeit eine Person einen Versicherungsanspruch gelten macht – oder anders formuliert: einen Unfall hat. GEICO, so Buffett, stelle viele Fragen, die dem Unternehmen beim Berechnen dieser Wahrscheinlichkeit helfen sollen. Progressive nutze „Snapshot“ zum selben Zweck.

Zur Verdeutlichung griff er auf ein Beispiel aus dem Bereich Lebensversicherungen zurück: Jemand, der 100 Jahre alt ist, stirbt mit höherer Wahrscheinlichkeit in den nächsten zwölf Monaten als jemand, der 20 ist. Wenn man bei Kfz-Versicherungen herausfinden will, wer vermutlich einen Unfall haben wird, betrachtet man deutlich mehr Variable, und jedes Unternehmen geht dabei auf seine eigene Weise vor.

Buffett erläuterte: Ein 16-jähriger männlicher Fahrer habe mit höherer Wahrscheinlichkeit einen Unfall als er. Das habe nichts damit zu tun, dass er möglicherweise ein besserer Fahrer ist, sondern daran, dass der 16-Jährige deutlich mehr fahren wird und dass er versuchen wird, seine Freundin zu beeindrucken. Buffett: „Bei mir funktioniert das nicht mehr, also habe ich es bleiben lassen.“

Behandle man bei der Risikoprüfung 16-Jährige wie 82-Jährige, werde man am Ende mit miserablen Versicherungsergebnissen dastehen.

Buffett gab eine Anekdote wieder, die ihm Peter Lewis von Progressive

erzählt hatte. Als Lewis Progressive gründete, handelte es sich um eine winzig kleine Versicherung auf Gegenseitigkeit ohne viel Kapital, die Motorradversicherungen abschloss. Beim ersten gemeldeten Verlust war ein Kerl mit roten Haaren involviert, also beschloss Lewis, keine Rothaarigen mehr zu versichern!

GEICO kann Preise anbieten, die weit unter denen der Konkurrenz liegen, was man auch an den Scharen von Menschen sieht, die sich für das Unternehmen entscheiden. Dieser Aspekt und die Tatsache, dass GEICO enorme Versicherungsgewinne erzielt, belegen, wie gut das System funktioniert. Da GEICO dies seit Jahrzehnten gelinge und das Unternehmen so viele Versicherungsnehmer vorweisen könne, sei das Versicherungsgeschäft außerordentlich glaubwürdig, sagte Buffett.<sup>2</sup>

Abschließend erklärte er, dass man ein Auge auf „Snapshot“ habe, aber mit dem derzeitigen System recht zufrieden sei.

In seiner wie immer „reservierten“ Art ergänzte Munger: „Wenn wir etwas aufgebaut haben, das so gut funktioniert, machen wir natürlich nicht jeden Mist mit, den sich irgendein Wettbewerber hat einfallen lassen.“

## Das Rückversicherungsgeschäft bei Berkshire

Ajit Jain hat für Berkshire Hathaway ein erstaunliches Rückversicherungsgeschäft aufgebaut. In seinem Segment wurden kürzlich zwei wichtige Entscheidungen gefällt. Ajits Abteilung habe eine Vereinbarung getroffen, die zur Folge hat, dass man an 7,5 Prozent des Gesamtgeschäfts auf dem Londoner Markt partizipiert, erklärte Buffett. Berkshire habe mit Marsh bereits früher ähnliche Vereinbarungen über Teile des dortigen Geschäfts getroffen, aber noch nie so allumfassend wie jetzt.

Die zweite Entscheidung: Berkshire hat vier bekannte Manager aus dem Versicherungsgeschäft von AIG unter Vertrag genommen, die Firmenversicherungen abschließen sollen. Es handele sich um Leute, die bereits in der Vergangenheit Kontakt mit Ajit aufgenommen haben. Buffett glaubt, durch diesen Schritt könne Berkshire eine sehr gewichtige Rolle auf dem weltweiten Markt für Firmenversicherungen aufbauen und ein möglicherweise milliardenschweres Geschäft aufziehen.

Buffett sagte, in der Vergangenheit habe man bereits Versicherer übernommen, aber wenn man die richtigen Leute mit der richtigen Haltung habe, sei es besser, etwas aufzubauen, anstatt etwas zu kaufen. Auf diese Weise könne Berkshire sich praktisch zum Buchwert ein sehr großes Geschäftsfeld aufbauen und übernehme keine Unarten anderer Unternehmen.

Für die meisten Leute laufe das Rückversicherungsgeschäft üblicherweise nicht sehr gut, sagte Munger. Dass Berkshire in diesem Bereich so erfolgreich sei, hänge mit der einzigartigen Art und Weise zusammen, wie das

Unternehmen geführt werde.

„Wir haben die richtigen Leute, Kapital wie sonst niemand und wir können Abschlüsse tätigen, ohne uns dabei strecken zu müssen“, erklärte Buffett.

## Exkurs zum Thema Rückversicherung

Mehrfach betonte Buffett, dass Berkshire ein „ungewöhnlich vernunftorientierter Ort“ sei. Es sei von Vorteil gewesen, dass er und Charlie keinen externen Einflüssen ausgesetzt waren, die sie in unerwünschte Richtungen drängen wollten.

Vor allem das Versicherungsgeschäft gelte es als vernunftorientierte Aktivität zu betreiben. Ein Problem der Versicherer bestehe darin, dass sie von der Wall Street unter Druck gesetzt werden, jedes Jahr die Prämien zu erhöhen. Berkshire dagegen lasse einfach die Finger von etwas, wenn die Konditionen nicht stimmen, so Buffett. Er erinnerte sich an eine Phase, als National Indemnity um 80 Prozent schrumpfte, weil das Preisgefüge nicht passte.<sup>3</sup>

Wenn Berkshire etwas Dummes tue, dann habe das nichts mit Einflussnahme von außen zu tun, erklärte Buffett. Die meisten Manager hingegen würden sich schwer damit tun, sich über die Wünsche der Wall Street hinwegzusetzen – umso mehr, wenn sie finanziell kaum in ihrem Unternehmen investiert sind. Sie hätten keine Lust, in den Medien kritisiert zu werden und auf andere Weise unter Druck gesetzt zu werden.

Solange die Preise stimmten, habe Berkshire sehr viele Katastrophenversicherungen in den USA abgeschlossen, sagte Buffett. Mittlerweile jedoch würden die Preise nicht mehr stimmen, deshalb sei das Geschäft zum Erliegen gekommen. „Wir haben den Markt nicht verlassen“, schloss Buffett. „Der Markt hat uns verlassen.“

Er verglich das mit der Entscheidung Ende der 1990er-Jahre, keine Internetaktien zu kaufen. Es sei der „Herdeneffekt oder Mitläufereffekt“ und man könne diesem Druck nur schwer widerstehen, wenn die Menschen und Freunde um einen herum viel Geld verdienen und die Medien einen löchern, warum man es nicht auch tue. Berkshires Vorteil bestehe darin, dass man diesen Druck nicht verspüre: „Es ist uns einfach völlig egal.“

In der Bibel heiße es nicht umsonst, man solle nicht den Esel seines Nachbarn begehren, warf Munger ein und zitierte sich selbst: „Noch schlimmer ist der Neid, die einzige Sünde, die nicht einmal Spaß macht.“

Nun meldete sich auch Buffett noch einmal zu Wort, während er nach einem Stück Erdnusskrokant griff: „Völlerei macht viel Spaß. Lust hat auch ihre Berechtigung, aber damit wollen wir uns jetzt nicht befassen.“

Hedgefonds seien kürzlich in großem Stil in den Markt für Rückversicherungen eingestiegen, erzählte Buffett. Es handele sich um ein

Produkt, das sich Investoren gut verkaufen lasse.

„Alles, was die Wall Street verkaufen kann, wird sie auch verkaufen, darauf ist Verlass“, schimpfte Buffett und Munger ergänzte: „Und obendrauf gibt es noch jede Menge großer Worte als Zugabe.“

Buffett gab während der Diskussion noch eine Lehre fürs Leben zum Besten: „Bei Investitionen, Versicherungen und vielen anderen Dingen kann man es sich nicht leisten, der Menge hinterher zu traben.“

Sei man Tankstellenpächter und der Kerl auf der anderen Straßenseite verkaufe sein Benzin zu weniger als dem Einkaufspreis, habe man ein gewaltiges Problem. Wenn im Versicherungsgeschäft der Typ auf der anderen Straßenseite nicht kostendeckend verkaufe, dann liegen die Bereitstellungskosten im Rahmen und brechen einem nicht das Genick. Berkshire jedenfalls könne es sich erlauben, die Hände in den Schoß zu legen und auf bessere Zeiten und bessere Preise zu warten.

Erneut lobte Buffett seine Versicherungsmanager und erklärte, wie glücklich sich Berkshire schätzen könne, derart großartige Leute bekommen zu haben, Leute wie Tad Montross von General Re, Ajit Jain, Don Wurster und Tony Nicely von GEICO. Was ihnen an Berkshire gefalle, sei, dass sie nicht unter Druck gesetzt werden, Dummheiten zu tun. Dem stimmte Munger zu: „Mit unseren verschrobenen Methoden betreiben wir das vermutlich beste Versicherungsunternehmen der Welt. Warum also etwas ändern?“

## BNSF

Der Eisenbahngesellschaft gehe es sehr gut, berichtete Buffett. Zu Beginn der Veranstaltung wurden Zahlen gezeigt, wonach die Wagenladungen um 3,8 Prozent zugenommen haben, während sämtliche anderen amerikanischen Eisenbahngesellschaften zusammen nur ein Plus von 0,3 Prozent verbuchten.

Es gebe einen zentralen Unterschied, sagte Buffett: Es sei sehr hilfreich gewesen, dass in der Nähe der Schienenstrecken viel Öl gefunden wurde. „Gibt es einen schöneren Ort für Ölfunde?!“, scherzte er.

Buffett hat mit Ölproduzenten gesprochen, die in der Bakken-Formation aktiv sind, und nun rechnet er auf lange Sicht mit einer steigenden Nutzung der Schiene. Öl bewege sich per Zug rascher als per Pipeline, sagte er.<sup>4</sup>

Man transportiere etwa 650.000 Barrel Rohöl täglich, erklärte Matt Rose, CEO von Burlington Northern Santa Fe. Bis Jahresende werde dieser Wert voraussichtlich auf 750.000 Barrel ansteigen und könne in den kommenden Jahren weiter auf 1,4 Millionen Barrel klettern.

Um diese Zahlen einzuordnen, sagte Buffett, dass das ganze Land vor noch nicht allzu langer Zeit gerade einmal 5 Millionen Barrel am Tag produziert habe. Bei den jetzigen Zahlen rede man über sehr viel Öl und es gehe nicht nur um Bakken. Es gebe Bewegung beim Schieferöl und bei anderen

## Rohstoffen.<sup>5</sup>

Was das Kohlegeschäft von BNSF angeht, soll es auf dem jetzigen Niveau bleiben. Einige Strecken sind für Kohle vorgesehen, dort könnte es mit der Zeit zu Wertverlusten kommen. Das Geschäft wird abhängig von den Erdgaspreisen und der Umweltschutzbehörde EPA schwanken. Einige Kapazitäten bei der Stromerzeugung können in die eine oder in die andere Richtung gehen.

## BNSF gegen die „neue Normalität“

Bill Gross hat die These aufgestellt, künftig müsse man sich auf geringere Renditen einstellen, das sei die „neue Normalität“. Dazu befragt betonte Buffett, dass er und Charlie Makroprognosen keine Aufmerksamkeit schenken. Die Menschen würden ständig über die Zukunft reden und über makroökonomische Themen, aber sie wüssten gar nicht, wovon sie sprechen. Das sei nicht sonderlich produktiv.

„Das, was man weiß, zu ignorieren, um jemandem zuzuhören, der nichts weiß, ergibt doch keinen Sinn“, merkte Buffett an. Er wisse, dass BNSF mehr und mehr Ladung bewegen werde und dass es keinen Ersatz gebe. Im Westen der USA gebe es nur zwei Eisenbahngesellschaften, insofern sei der Ersatzwert von BNSF unglaublich hoch. Wenn jemand ein gutes Unternehmen besitze, werde es ihm gut ergehen, sofern er nicht zu viel dafür bezahlt habe, sagte Buffett.

Munger dagegen äußerte Bedenken: Es sei durchaus vorstellbar, dass die nächsten zehn Jahre auch nicht besser werden als die letzten zehn.

## ISCAR

Unmittelbar vor der Veranstaltung wurde verkündet, dass Berkshire die noch fehlenden 20 Prozent von ISCAR übernimmt. Die Familie Wertheimer erhält für die Aktien etwa 2 Milliarden Dollar. Das bedeute keineswegs das Ende der Beziehungen zu den Wertheimern, sagte Buffett und stellte einen Vergleich zwischen ISCAR und Sandvik an.<sup>6</sup>

Sandvik sei sehr gut, aber ISCAR sei viel besser. Der Vorteil liege in den klugen Köpfen und der unglaublichen Leidenschaft für das Geschäft. Um 1951 gründete Seth Wertheimer das Unternehmen. Da war also dieser 25-Jährige, der genau wie alle anderen Wolfram kaufte, das Rohmaterial, aus dem die Werkzeuge gefertigt werden. Kurz darauf verkaufte er seine Produkte in die ganze Welt, vor allem an die Schwerindustrie.

Sein Standort Israel war kein Vorteil, aber dennoch gelangte er an Wolfram aus weit entfernten Orten und verkaufte an Kunden, die an weit entfernten Orten sitzen, und konkurrierte dabei mit gut geführten Unternehmen wie Sandvik. Wie schaffte er das?

Er verfügte über einige unglaublich hart arbeitende und talentierte Leute,

die das Produkt ständig optimierten und daran arbeiteten, die Kunden glücklicher zu machen. Und genau so würden sie bis heute vorgehen.

ISCAR ist eines der großartigsten Unternehmen der Welt, sagte Buffett und er fühle sich sehr gesegnet, mit der Geschäftsführung von ISCAR zusammenarbeiten zu dürfen.

## Heinz

Das 23 Milliarden Dollar schwere Geschäft sei am Flughafen in Boulder, Colorado, zustande gekommen, so Buffett. Dort fragte ihn Jorge Paulo Lemann von 3G Capital Partner, ob er daran interessiert sei, gemeinsam Heinz zu kaufen. Da er sowohl Heinz als auch Jorge Paulo schätzt, lautete seine Antwort: „Ich bin dabei.“<sup>7</sup>

Etwa eine Woche später oder so habe er eine Absichtserklärung erhalten und sei mit allem, was dort stand, einverstanden gewesen, so Buffett. Es war in jeder Hinsicht eine für beide Parteien faire Sache.

Sie hätten – wie immer – ein wenig mehr bezahlt, als sie es eigentlich wollten, und ohne 3G wäre das Geschäft nicht zustande gekommen, sagte Buffett. Die Leute bei 3G hätten seiner Meinung nach Stil und seien außerordentliche Manager.

Jede Seite hat 4,1 Milliarden Dollar in Aktien investiert, aber weil 3G eine größere Hebelwirkung für das Geschäft wollte, stimmte Berkshire zu, 8 Milliarden Dollar in die mit neun Prozent verzinste Wandelanleihe zu investieren.

## Too big to succeed?

Auf die Frage, ob Berkshire sich in einen Indexfonds verwandele, gestand Buffett ein, dass es mit zunehmender Größe immer schwerer für Berkshire werde, radikale Veränderungen herbeizuführen. Die Renditen werden nicht mehr so gut wie in der Vergangenheit ausfallen, auch wenn sie zufriedenstellend bleiben.

Berkshires Erfolg werde jedoch von Möglichkeiten abhängen wie denen, die sich auf den turbulenten Märkten von 2008 boten. Damals seien die Größe Berkshires und die großen Kapitalreserven ein Vorteil gewesen. Und dank Charlies Drängen hätten sie Geld für gute Unternehmen in die Hand genommen. Kaufe man ein großartiges Unternehmen zu einem scheinbar hohen Preis, erweise sich das nur selten als Fehler, sagte Buffett.

Munger versuchte, Buffett noch zu toppen, und erklärte, in der Geschichte gebe es nur wenige Holdings, die wirklich groß geworden sind. Standard Oil sei mehr oder weniger die einzige Dachgesellschaft, die „monströs groß wurde und auch weiterhin monströse Geschäfte mache“.

Doch selbst vor diesem Hintergrund müsse man sagen, dass das System bei Berkshire besser sei als bei den meisten anderen. Sie hätten einige sehr



gute Unternehmen erworben, sagte Buffett. Gleich acht von ihnen würden als eigenständige Firmen in den Fortune 500 auftauchen ... 8,5, wenn man die 50-prozentige Beteiligung an Heinz mitrechne.

## Der Dollar

Seiner Meinung nach werde der Dollar noch auf Jahrzehnte hinaus globale Leitwährung bleiben, verkündete Buffett. China und die USA werden die globalen Supermächte der Wirtschaft sein, aber er halte es für ausgesprochen unwahrscheinlich, dass irgendeine andere Währung den Dollar ablösen werde.

Es sei von Vorteil, die globale Leitwährung zu besitzen, sagte Munger. Sollte der Dollar allerdings von einer anderen Währung abgelöst werden, dann sei es halt so. Es liege nun einmal im Wesen der Dinge, dass der Anführer irgendwann nicht mehr der Anführer ist. Schon Keynes habe gesagt: „Auf lange Sicht sind wir alle tot.“

„Das ist der fröhliche Teil dieses Abschnitts“, warf Buffett scherzend ein, während Munger fortfuhr: „Denken Sie drüber nach: In der Vergangenheit hat jede große Zivilisation irgendwann den Staffelstab weitergereicht.“

## Unternehmensgewinne als prozentualer Anteil vom BIP

Buffett wurde an einen Artikel erinnert, den er 1999 für das *Fortune-Magazin* geschrieben hatte. Darin erklärte er, man müsse schon extrem optimistisch sein, um zu glauben, dass sich Unternehmensgewinne gemessen als Anteil vom BIP längerfristig über sechs Prozent halten können. Heute liegt der Anteil *bei über zehn Prozent* vom BIP!

Buffett riet dazu, Klagen über eine zu hohe Besteuerung der Unternehmen mit einer gehörigen Prise Skepsis zu behandeln. Seit der Finanzkrise von 2008 hätte sich die Konjunktur deutlich besser entwickelt als die Situation der einzelnen Bürger, beispielsweise habe sich der Arbeitsmarkt noch nicht erholt. Er gehe davon aus, dass die Unternehmensgewinne als Anteil am BIP künftig wieder sinken werden, das BIP dabei aber wachsen werde. Insofern sei das nicht schlimm.

Wichtig sei es zu bedenken, dass viele Pensionsfonds Aktien halten und dass sie der Allgemeinbevölkerung auf die eine oder andere Weise nutzen, warf Munger ein. Die Zahlen sprechen also für wirtschaftliche Ungleichheit, aber das bedeute nicht, dass die Welt in eine Schieflage geraten sei und dass nicht automatisch ein Zusammenhang zwischen den beiden Zahlen bestehe.

Warrens Vorschlag, dass die Reichen mehr zahlen sollen, gefalle ihm, aber er würde sich auch eine geringere Besteuerung der Unternehmen wünschen.

„Er ist der Republikaner, ich der Demokrat“, schloss Buffett das Thema ab.

## Das gewaltige Experiment der Fed

Die Fed kauft für 85 Milliarden Dollar im Monat hypothekenbesicherte Wertpapiere und Schatzbriefe. Auf die Frage nach seiner Meinung dazu und wo die langfristigen Risiken liegen könnten, erwiderte Munger: „Die einfache Antwort lautet: Ich weiß es nicht.“ Buffett sagte, man habe es in der Tat mit unerforschtem Gebiet zu tun. Allerdings hätten schon die Gebrüder Hunt, als sie Silber kauften, festgestellt, dass es gelegentlich viel einfacher ist, Dinge zu kaufen, als sie zu verkaufen.

Die Bilanzsumme der Fed belaufe sich auf etwa 3.400 Milliarden Dollar, so Buffett. Das werde durch Banken mit gewaltigen Reserven etwas ausgeglichen. Wells Fargo beispielsweise habe 175 Milliarden Dollar bei der Fed liegen, die praktisch überhaupt nichts einbringen.

Er bringe Bernanke sehr viel Vertrauen entgegen, frage sich allerdings, inwieweit es Bernanke beeinflusse, dass seine Amtszeit ablaufe, erklärte Buffett. Er scherzte, um die Bilanzsumme der Fed um ein paar tausend Milliarden Dollar zu reduzieren, könne Bernanke ja seinem Nachfolger vorschlagen, er solle sich die Vorträge durchlesen, die er an der George Washington University gehalten hat.

Dann wurde er wieder ernster und warnte, das Programm könne sich ziemlich inflationär auswirken. Er spekulierte, dass einige Fed-Mitglieder enttäuscht darüber seien, dass die Inflation nicht höher ausgefallen ist.

Mit Blick auf den Markt sagte Buffett, die Auswirkungen würden nicht dann zu spüren sein, wenn die Fed mit dem Verkauf beginnt, sondern dann, wenn der Markt zu dem Glauben gelangt, dass die Fed einen anderen Kurs eingeschlagen habe, dass sie also keine Wertpapiere mehr kaufe.

Das sei der sinnbildliche Schuss, der rund um die Welt zu hören ist, so Buffett. Die Folgen würden nicht zwingend verheerend sein, würden aber die Investoren dazu bringen, neu zu bewerten, wie sie aufgestellt seien. Das gelte vor allem für solche Investoren, die ihre Entscheidungen auf niedrigen Zinssätzen basiert haben.

Munger schoss sich auf das Feld der Wirtschaftswissenschaften ein. Die Ökonomen würden glauben, die Antworten zu kennen, seien dann aber von den Ergebnissen überrascht. Angesichts ihres bisherigen Abschneidens sollten sie vielleicht besser etwas zurückhaltender sein. Insbesondere sollten sie ihre Ansicht überdenken, dass es uns keine Probleme bringen werde, jede Menge Geld zu drucken.

Auf Nachfrage Buffetts deutete Munger an, dass ihm das Thema Inflation Sorge bereite und dass das nächste Jahrhundert in dieser Hinsicht schwerer sein werde. Aber das werde er ja nicht mehr miterleben.

„Charlie sagt, er werde das nicht mehr miterleben. Diese Art von Defätismus lehne ich ganz entschieden ab“, scherzte Buffett.

# Zinsen

Buffett machte mit einem Vortrag über Zinsen weiter und erklärte: „Für die Preise von Vermögenswerten sind Zinsen so etwas die Schwerkraft für den Apfel.“

Sind die Zinsen sehr niedrig, wirkt sich die Schwerkraft nicht besonders stark auf die Vermögenspreise aus. Heute, wo Geld praktisch überhaupt nichts kostet, verhalten sich die Menschen anders als während der 1980er-Jahre, als Volcker versuchte, die Inflation einzudämmen, und die Zinsen 15 Prozent betrug.

„Zinsen sind im Wirtschaftsuniversum der Antrieb für alles“, erklärte Buffett.

Dass man ein wenig mehr für Heinz bezahlt habe, hänge auch damit zusammen, dass man so günstig an Geld gelangt sei, ergänzte er. Die Zinsen würden sich auch wieder verändern, aber wann es der Fall sein werde, lasse sich nicht vorhersagen. Das habe man in Japan über 20 Jahre lang beobachtet.

Vermutlich seien die Vermögenspreise auch deshalb höher, weil die Menschen glauben, dass die Zinsen niedrig bleiben werden. Wenn US-Bundesanleihen mit 30 Jahren Laufzeit 2,8 Prozent abwerfen, würden Immobilien sehr attraktiv erscheinen, so Buffett.

Es sei eine kluge Entscheidung gewesen, sagte er: Für 85 Milliarden Dollar im Monat zu verkaufen sei besser, als für 85 Milliarden Dollar im Monat zu kaufen. Es sei wie bei einem guten Film: Er werde dran bleiben, weil er herausfinden wolle, wie es ausgeht.

Mit Blick auf Berkshires gewaltigen Floats erklärte Munger, dass dieser wegen der geringen Zinsen geringer als früher ausfalle. Sollten die Zinsen also irgendwann wieder steigen, werde Berkshire zumindest in dieser Hinsicht profitieren.

Bei Berkshire strecke man sich niemals nach Renditen, betonte Buffett. Am Ende des ersten Quartals besaß Berkshire für etwa 49 Milliarden Dollar kurzfristige US-Bundesanleihen, die praktisch überhaupt nichts einbrachten. Sollten die kurzfristigen Zinsen wieder auf fünf Prozent klettern, werde das Berkshire einige Milliarden Dollar vor Steuern bringen, hätte aber auch jede Menge anderer Auswirkungen auf sämtliche Unternehmungen.

## Fauler Schwindel

Einer der Höhepunkte der Veranstaltung: Buffett verglich zwei Strukturvertriebssysteme miteinander, Pampered Chef und Herbalife (wo der Hedgefonds-Manager Bill Ackman unter großem Mediengetöse Leerverkäufe vorgenommen hat).

Die Leerverkäufer behaupten, Herbalife überschütte ahnungslose Leute mit Produkten, die sie niemals verkauft bekommen. Das sei praktisch das

Hauptgeschäft des Unternehmens. Das zu Berkshire gehörende Pampered Chef dagegen halte Woche für Woche tausende Partys ab, mit dem Ziel, an den Endnutzer zu verkaufen.

„Beim Verkauf von Zaubertränken ist vermutlich der Anteil faulen Schwindels höher als beim Verkauf von Töpfen und Pfannen“, fasste es Munger zusammen, woraufhin Buffett scherzte: „In unserem Alter interessiert uns das Thema Zaubertränke mehr!“

## Erste Anlaufstelle

Buffetts Ruf und sein Können am Verhandlungstisch haben Berkshire zweifelsohne einige erstaunliche Geschäfte beschert. Wird sein Nachfolger ähnlich erfolgreich sein können?

Sein Nachfolger werde mit noch mehr Kapital arbeiten können und das sei vor allem in unruhigen Zeiten von besonderem Wert. Sehr rasch Ja zu großen Geschäften sagen zu können, sei ein Alleinstellungsmerkmal, das einen von allen anderen Investoren unterscheide. „Berkshire ist die Nummer, die man als allererstes anrufen sollte, wenn am Markt Panik ausbricht.“

So sei es 2008 gewesen und so auch wieder 2011, sagte Buffett und verwendete eine seiner Lieblingsmetaphern: Wenn am Investmentmarkt die Ebbe einsetze, sehe man, wer ohne Badehose geschwommen sei. „Und diejenigen, die nackt schwimmen, rufen bei Berkshire an“, fügte er hinzu.

Eine dieser raschen Investmententscheidungen war diejenige, im Februar 2009 für 300 Millionen Dollar eine mit 15 Prozent verzinste Wandelanleihe von Harley-Davidson mit fünf Jahren Laufzeit zu kaufen. Auf die Frage, was er mache, wenn diese Anleihe 2014 fällig werde, scherzte Buffett, er werde das Schreiben einfach nicht beantworten und weiter die 15 Prozent einstreichen. Es sei ein trauriger Tag, wenn die Anleihe fällig werde, so Buffett weiter.

Man habe die Entscheidung damals rasch treffen können, weil er davon überzeugt war, dass das Unternehmen nicht pleitegehen werde. „Ein Unternehmen, dessen Kunden sich seinen Namen auf die Brust tätowieren, kann nicht völlig verkehrt sein“, erklärte er.

In der Anfangszeit sei Buffett erfolgreich gewesen, weil er keine echte Konkurrenz hatte, sagte Munger. Er habe Berkshire in eine hervorragende Adresse für Unternehmungen verwandelt, die sich nicht ständig von einer Firmenzentrale auf die Finger schauen lassen wollen. Mit diesem Schritt habe Buffett Berkshire interessanterweise in einem Segment positioniert, in dem es nicht viel Konkurrenz gibt.

Buffett äußerte sich ähnlich: Berkshire erhalte die Anrufe, die sonst keiner bekomme, weil Berkshire über Geld verfügt und bereit ist, sofort zu handeln. Dieser Bereich werde immer mehr zu Berkshires Bereich, während das Unternehmen immer größer werde.

Munger sprach über die Wettbewerbsvorteile, die Berkshire genießt, und dazu zählt für ihn die Fähigkeit, Vernunft zu bewahren, wenn alle anderen durchdrehen. Ein weiterer Vorteil sei der, dass sie eine goldene Regel der Corporate Governance befolgen und Tochterfirmen so behandeln, wie sie selbst gerne behandelt werden würden. Das sei ausgesprochen selten in der amerikanischen Unternehmenslandschaft und deshalb sei auch das ein Punkt, der Berkshire für andere interessant mache.

Indem Berkshire sich in einem Geschäftsfeld mit wenig Konkurrenz aufstellte, habe es sich eher einzigartig gemacht, so Munger. „Das ist eine sehr gute Idee... Ich wünschte, ich hätte es bewusst so gemacht.“ Buffett erzählte die Geschichte von einem Firmeninhaber, der darüber nachdachte, sein Unternehmen zu verkaufen. An einen Konkurrenten wollte er nur ungern verkaufen, denn dann würde er die Menschen, die ihm geholfen hatten, das Unternehmen aufzubauen, um ihre Arbeit bringen. Die Konkurrenz würde wie die Hunnen über seinen Betrieb herfallen. Wenn er aber an Finanzinvestoren verkaufte, würden diese sein Unternehmen hoch verschulden, es später weiterverkaufen und dann würden erneut die Hunnen vor den Toren stehen.

Insofern war er nicht an einem Verkauf an Berkshire interessiert, weil Berkshire so unglaublich attraktiv war, sondern weil es schlicht die einzige, noch verbliebene Option war. Für Berkshire erwies es sich als großartiger Zukauf. Seine Leute blieben und er konnte weiter das tun, was er so liebte. „Unser Wettbewerbsvorteil ist der, dass wir keine Wettbewerber haben“, schloss Buffett. Ein weiterer Vorteil, so Buffett, sei der, dass Berkshires Aktionärsstruktur anders als üblich sei, da Berkshire seine Anteilseigner als Partner erachte. Die Eigner/Manager streben danach, dass die Aktionäre dieselben Erfolge erzielen wie sie.

## **Haushalten mit der eigenen Energie**

Munger steuerte faszinierende Erkenntnisse über die Arbeitsgepflogenheiten der beiden bei. Rein zufällig besitzen er und Buffett die idealen Eigenschaften für das, was sie tun.

So hätten sie irgendwann angefangen – wann genau wüssten sie nicht –, sich an Erkenntnisse aus moderner Psychologie zu halten, wonach man keine wichtigen Entscheidungen treffen soll, wenn man müde ist, und dass schwierige Entscheidungen ermüdend sind.

Munger scherzte, sie hätten auch nicht gewusst, dass man bei der Entscheidungsfindung schneller zu einem Ergebnis kommt, wenn man reichlich Koffein und Zucker zu sich nimmt.<sup>9</sup>

Da sie beide mit eingeschaltetem Autopilot leben, würden sie keine Energie auf die gewöhnlichen Dinge des Alltags verschwenden, sagte Munger. Das sei der ideale Weg, das zu tun, was sie tun.

Er habe Buffett noch nie müde erlebt, er selber schlafe tief und fest und sein Lebensstil sei perfekt für das, was er tue, so Munger.

## Zeitungen

Berkshire habe, gemessen an den aktuellen Gewinnen, Zeitungen zu sehr günstigen Preisen erworben und müsse dies auch in Zukunft tun, da die Gewinne sinken werden, erklärte Buffett.

Die jüngsten Zukäufe würden steuerlich einige Vorteile mit sich bringen, sagte Buffett. Er erwarte eine Rendite von mindestens zehn Prozent nach Steuern bei Gewinnen, die mit der Zeit immer kleiner werden. Die Transaktionen seien nicht groß genug, um bei Berkshire ins Gewicht zu fallen.

Insgesamt kommt Berkshire nach Schätzung Buffetts auf 100 Millionen Dollar Vorsteuergewinn durch die Zeitungsaktivitäten. Dieser Bereich ist nicht groß genug, um gemeldet werden zu müssen, aber interessanterweise sagte Buffett, er werde jährlich über die Ergebnisse der Zeitungen berichten.

„Ich denke, ich höre dich sagen, dass es sich hier um eine Ausnahme handelt und dass du es nur tust, weil du es gerne machst“, sagte Munger trocken.

## Größte Bedrohung

Wie in den vergangenen Jahren auch erklärte Buffett dieses Jahr wieder, dass die Kosten des Gesundheitssystems die größte Bedrohung für die Wettbewerbsfähigkeit Amerikas darstellen. Wir geben um die 17 Prozent des BIP für das Gesundheitswesen aus, während es bei der Konkurrenz um die 10 Prozent sind.

Das sei so, als wenn die USA für einen Rohstoff etwa 70 Prozent mehr bezahlen als die globalen Wettbewerber. Weil kein einzelnes Unternehmen diese Kosten in den Griff bekommen kann, ist es ein großer Nachteil.

Munger griff das Thema begeistert auf und steuerte die Aussage bei, dass die „obszön angeschwollenen Märkte für Wertpapiere und Derivate“ auch nicht wirklich etwas zur Verbesserung der Konkurrenzfähigkeit beitragen. Dass Absolventen von Cal-Tech und MIT in den Derivatehandel gingen, sei bezogen auf die Zustände in diesem Land ein „absolut verrücktes Ergebnis“.

Er sei mit Buffett einer Meinung, wenn es um die Situation im Gesundheitswesen geht, finde dieses andere Thema aber weitaus empörender.

„Charlie ist ein großer Freund des Alten Testaments“, schloss Warren.

## Ratschläge fürs Leben

Er und Warren seien im Grunde altmodisch, sagte Munger. Der Schlüssel

zum Leben liege seiner Meinung nach darin, dass die alten Tugenden immer noch Bestand haben, man also immer weitermachen und immer vernünftig bleiben soll. Warren empfahl, das zu tun, was einem Freude bereite. Munger stimmte zu. Es sei ihm eigentlich nie etwas gut gelungen, auf das er keine Lust gehabt habe.

Er und Charlie hätten beide im selben Lebensmittelladen begonnen, aber keiner von ihnen sei heute noch im Lebensmittelgeschäft, sagte Buffett. Munger scherzte, der junge Buffett sei nicht Gefahr gelaufen, befördert zu werden, und das, obwohl seiner Familie der Laden gehörte.

„Und Großvater hatte recht!“, warf Buffett ein. Er schätze sich glücklich, sagte Buffett – glücklich, in diesem Land zu leben, und glücklich, früh im Leben herausgefunden zu haben, was ihm Freude bereite.

„Es bringt dermaßen viel Spaß, Berkshire zu leiten, dass es fast schon eine Sünde ist“, erklärte er.

„Du hast ja einen Weg gefunden, wie du für die Sünde, so viel Spaß zu haben, büßen kannst – du gibst all das Geld wieder zurück“, scherzte Munger, woraufhin Buffett konterte: „Du gibst es alles zurück, egal, ob du willst oder nicht.“

## Timing

Bill Gross sagte vor Kurzem, seine Generation von Investoren verdanke einen Großteil ihres Erfolgs dem Zeitpunkt ihrer Geburt. Buffett stimmte zu: Als Mann und in den USA geboren worden zu sein, sei fraglos ein gewaltiger Vorteil.

Er griff eine Geschichte auf, die er erstmals 1979 in einem Artikel für das *Fortune-Magazin* geschildert hatte, und erzählte von seinem Vater und dessen Aktivitäten im Wertpapiergeschäft. Da sein Vater nach dem Börsencrash keine Termine mehr hatte, blieb er nachmittags zu Hause. „Und damals gab es noch kein Fernsehen ... was soll ich sagen, da bin ich nun. Ich bin froh, dass es 1929 den Börsencrash gab.“

Der Börsencrash habe die Menschen ein ganzes Jahrzehnt lang von der Börse ferngehalten, die Geschäfte seien furchtbar gelaufen. In Bezug auf Aktien sei das Jahrzehnt bis 2010 ähnlich gewesen, sagte Buffett.

Die 1950er-Jahre seien eine gute Zeit für Investitionen gewesen, sagte er. Es habe wenig Konkurrenz um gute Ideen gegeben. Wäre er fünf Jahre eher geboren worden, hätte er vermutlich mehr Geld gemacht, wenn er 15, 20 Jahre später zur Welt gekommen wäre, hätte er wohl weniger verdient.

Er beneide die Kinder, die heutzutage in den Vereinigten Staaten zur Welt kommen, sagte Buffett. Das seien die größten Glückspilze überhaupt. Diesen Kindern werde es in so vielen Punkten besser gehen, als es ihm seit seiner Geburt ergangen ist. So wie wir heutzutage deutlich besser leben als Menschen wie John D. Rockefeller, wird ein heute geborener Mensch

deutlich besser leben als wir.

Zu Beginn von Buffetts Karriere sei der Konkurrenzkampf um Investmentideen viel schwächer gewesen als heute, sagte Munger. Das bedeute jedoch nicht, dass in der Welt des Investierens keine Verbesserungen mehr möglich seien.

Buffett prahlte ein wenig in Charlies Namen und erklärte, dass 2008 und 2009 Tausende und Abertausende Anlageprofis mit hohem IQ aktiv gewesen seien, aber dass Charlie seine Barmittel in das *Daily Journal* (bei dem Munger Chairman ist) gesteckt habe und dass sich der Wert der Investition verdreifacht bis vervierfacht habe.<sup>10</sup>

Als sie sich kennengelernt haben, sei Buffett in Investitionschancen ertrunken, doch es habe ihm an Geld gefehlt, sagte Munger.

„Jetzt haben wir das Geld, aber keine Ideen“, verwandelte Buffett diese dankbare Vorlage.

## Solarenergie

Es werde mehr Solarenergie in Wüsten produziert werden als auf Hausdächern, prognostizierte Munger. Berkshires große Solaraktivitäten erhalten sehr günstige Konditionen und liegen in Wüstengebieten, insofern werde Berkshire gut zurechtkommen. Dass Solarpanele auf Dächern Berkshires Versorgerbetrieben schaden könnten, bezweifelt er. Auf diesem Gebiet gebe es vermutlich einiges an dummem Gequatsche.

Der CEO von MidAmerican Energy, Greg Abel, warf ein, dass die Kosten für den Einbau von Solarpanelen auf Dächern gesunken seien, dass es aber Schutzzölle für die Versorger gebe.

## Banken

Zu Dodd Frank<sup>11</sup> befragt, erklärte Buffett, je höher die Kapitalintensität sei, desto geringer sei die Kapitalrendite. Insgesamt halte er die amerikanischen Banken für deutlich stärker als in den vergangenen 25 Jahren. Die alten, faulen Kredite seien größtenteils weg, die neuen seien viel besser. Das amerikanische Bankensystem sei deutlich stärker als das europäische, fügte er hinzu.

Er habe nicht die Sorge, dass das Bankensystem oder ein Immobilienboom die nächste Blase verursachen könnten, sagte Buffett. Es werde etwas Anderes sein. Blasen werde es immer geben, denn Exzesse liegen in der Natur des Kapitalismus. So sei der Mensch nun einmal. Die nächste Blase jedenfalls werde aus einer anderen Richtung kommen.

Was die Investitionen in Wells Fargo, U.S. Bank und M&T Bank anbelange, habe er ein sehr gutes Gefühl, sagte Buffett. Ihre Gewinne sollten dauerhaft ordentlich sein, aber wegen Dodd Frank würden die Kapitalrenditen niedriger ausfallen als noch vor sieben, acht Jahren.



„Er sei ein wenig weniger optimistisch als Warren, was die langfristigen Aussichten des Bankensystems betreffe, sagte Munger. Er erkenne weiterhin nicht, warum gewaltige Derivate-Positionen mit Spareinlagen vermischt werden müssen, die von der Regierung abgesichert werden. Buffett stimmte zu.“

Zusammenfassend sagte Munger: „Je mehr die Banker wie Investmentbanker sein wollen anstatt wie Banker, desto weniger gefällt mir das. Mehr kann ich nicht sagen, ich habe, was dieses Thema angeht, bereits genug Ärger.“

„Ich sehe, wie sich die Journalisten die Lippen danach lecken, dass Charlie einen Blitz schleudert“, scherzte Buffett. „Er ist ungewöhnlich zurückhaltend heute.“

## Nachfolgeregelung – die Unternehmenskultur

Erneut gab es mehrere Fragen zur Nachfolgeregelung. Andrew Ross Sorkin stellte die Frage: „Wird Ajit Ihr Nachfolger sein?“

Nach einer kurzen Pause erwiderte Buffett: „Mir fällt auf, dass Sie mit den As begonnen haben. Machen Sie weiter mit den Bs, da haben Sie genauso viel Glück.“

Er und das Board denken ständig über die Nachfolgefrage nach. Es sei das Thema Nummer eins auf den Treffen des Boards und das Board stehe geschlossen hinter der Entscheidung, wer die Nachfolge antreten soll. Worauf es ankommen werde, sei, die Unternehmenskultur zu bewahren. Für diesen Punkt sei es wichtig, den richtigen CEO auszuwählen, so Buffett. Er glaubt, die Unternehmenskultur werde von Jahr zu Jahr besser und jede Art von fremdartigem Verhalten werde „ausgetrieben“. Falsche Personen werde abgestoßen werden wie „fremdes Gewebe“. Rund um das Thema habe Berkshire über alles nachgedacht, „was schiefgehen kann“.

Der Leerverkäufer Doug Kass hinterfragte taktlos, was Howard Buffett für die Aufgabe des Non-Executive Chairman qualifiziere. Buffett erklärte daraufhin, dass es bei diesem Amt einzig darum gehe, die Unternehmenskultur bei Berkshire zu pflegen, und dass niemand sich mehr dieser Aufgabe hingabe als Howard.

Auf eine Frage zur Komplexität, die die große Zahl an Firmen unter dem Berkshire-Dach mit sich bringt, räumte Buffett ein, dass sein Nachfolger die Dinge möglicherweise etwas anders organisieren werde. Dennoch werde Berkshire auch weiterhin die CEOs ihre Unternehmen leiten lassen, während die Kapitalallokation in der Firmenzentrale erfolge. Wenn sein Nachfolger es mal so richtig krachen lassen wolle, könne er ja noch eine Person mehr für den Stammsitz einstellen, scherzte Buffett.

Diese Struktur zu managen, wäre eine sperrige Angelegenheit, wenn Berkshire versuchen würde, den Tochterfirmen vom Stammsitz aus seinen

Willen aufzuzwingen, sagte Munger. Aber so arbeite man ja nicht. „Wenn das System darin besteht, so stark es nur geht zu dezentralisieren, was macht es da für einen Unterschied, wie viele Tochterfirmen man hat?“, schloss Munger das Thema ab.

Wenn das, was man tue, zu schwer wäre, wäre es unmöglich, philosophierte Munger. Aber das sei es nicht.

„Das muss ich erst einen Augenblick sacken lassen“, witzelte Buffett.

Hätte vor 50 Jahren jemand erklärt, Buffett würde ein derart gewaltiges Unternehmen wie Berkshire von Omaha, Nebraska, aus mit einem winzigen Stab leiten, hätte jeder gesagt, dass das niemals funktionieren würde, doch das tue es, sagte Munger.

„Den vielen Mungers da draußen möchte ich sagen: Seid nicht so dumm, eure Anteile zu verkaufen“, schloss Munger und Buffett ergänzte: „Das gilt auch für die Buffetts.“

- 1 Dieses Wachstum spricht dafür, dass GEICO dieses Jahr an Allstate als bisheriger Nummer zwei auf dem Markt für Kfz-Versicherungen vorbeizieht. Davor rangiert nur noch State Farm, seit Langem unangefochtener König der Kfz-Versicherungen in den USA. Seit 1995 hat es GEICO wahrlich sehr weit gebracht.
- 2 Das Mantra im Versicherungsgeschäft lautet: Daten müssen glaubwürdig und zuverlässig sein. Um das erreichen zu können, bedarf es großer Mengen an Daten.
- 3 Und wir erinnern uns, dass National Indemnity, als die Märkte wieder anzogen, Geschäfte wie verrückt machte.
- 4 Ein befreundeter Ingenieur, der bei MidAmerican Energy arbeitet, erzählte uns, Öl könne sich nur mit etwa 50 Kilometer pro Stunde bewegen, ansonsten komme es zu übermäßiger Korrosion. Die Eisenbahn fährt doppelt so schnell, allerdings sind hier auch die Risiken etwas größer.
- 5 Kinder Morgan regte kürzlich den Bau einer Pipeline an, die von Texas an die Westküste zu den dortigen Raffinerien führt. Die Raffinerien lehnten den Vorschlag ab – sie ziehen die neu entdeckte Flexibilität vor, die ihnen Öl ermöglicht, das mit der Bahn geliefert wird.
- 6 Ein schwedisches Unternehmen, dem Sandvik Tooling und Seco Tools gehört, beides große Konkurrenten von ISCAR.
- 7 Buffett und Jorge Paulo kennen sich seit Jahren aus der Zeit, als sie beide bei Gillette im Board saßen.
- 8 In Höhe von 73 Milliarden Dollar.
- 9 Bei der Veranstaltung wurden Cherry Coke und See's Erdnusskrokant angeboten.
- 10 Dann können wir hier auch ein wenig in Warrens Namen prahlen: Seit 2008 hat Berkshire über 100 Milliarden Dollar investiert.
- 11 Anm. d. Übers.: Ein 2010 verabschiedetes Gesetz, das weitreichende Veränderungen am Finanzmarktrecht in den USA vornahm.



# 2014

**VERANSTALTUNGSORT** CenturyLink Center

**TEILNEHMERZAHL** 40.000

## **EINZELHEITEN ZU DIESEM JAHR**

- Corey schrieb ausführlich mit, während Daniel dem Wetter geschuldet zu Hause blieb.
- Buffett und Munger verkauften jeweils eine Sonderedition von Heinz-Ketchup-Flaschen. Die Buffett-Version ging für 2 Dollar die Flasche weg, die Munger-Version kostete nur 1,50 Dollar. Sie scherzten, sie würden kontrollieren, wer mehr Ketchup verkaufe.
- Der Nebraska Furniture Mart machte an diesem Wochenende Geschäfte im Wert von über 40 Millionen Dollar. Das sind zehn Prozent des Jahresumsatzes!
- Sechs Stunden dauerte die Aktionärsversammlung. Die „Professoren“ Buffett und Munger (83 und 90 Jahre alt) schlugen sich prächtig.

**RANG IM FORTUNE** 5005

**AKTIENKURS** 177.953 Dollar

Heutiger Wert eines 1964 investierten Dollar: **14.386 Dollar** Berkshires Buchwert pro Aktie ist von 19,46 Dollar auf **146.386 Dollar** (ein Zuwachs von durchschnittlich **19,4 Prozent** pro Jahr) gestiegen. Der S&P 500 legte im selben Zeitraum um durchschnittlich **9,8 Prozent** pro Jahr zu.

# HÖHEPUNKTE AUS DEN NOTIZEN FÜR 2014

---

## Fünf Dinge, die Sie verpasst haben

Seit Langem schreiben wir darüber, wie verrückt das doch ist: Kein anderer Investor wird von den Medien dermaßen mit Aufmerksamkeit überschüttet wie Warren Buffett und dennoch resultiert aus all dieser Aufmerksamkeit kaum ein verbessertes Verständnis. Unserer Meinung nach hängt das mit der modernen Kultur mit ihren kurzen Aufmerksamkeitsspannen und dem Wunsch nach sofortiger Befriedigung zusammen. An dieser Haltung prallt die Weisheit des Alters einfach ab.

Wie auch immer: Das mediale Interesse an den Jahreshauptversammlungen Berkshires hat nachgelassen, sodass wir nun ungestört über unsere Beobachtungen von der Veranstaltung berichten können.

Die folgenden Punkte erschienen uns wichtig, scheinen anderen aber kaum aufgefallen zu sein.

### **1. Berkshires Wertpapieranteil im Portfolio ist so groß wie seit 1997 nicht mehr (und der Anteil an Festverzinslichen so gering wie seit 1995 nicht mehr).**

Das ist doch mal eine Schlagzeile, oder? In sämtlicher Lektüre, die wir uns nach der Veranstaltung zu Gemüte geführt haben, tauchte dieser Aspekt nicht auf.

So viele Leute werfen derzeit die Hände in die Luft und jammern über einen bevorstehenden Bärenmarkt, aber Buffett hat davon offensichtlich nichts mitbekommen. Das ist umso bemerkenswerter, als Buffett während des „verlorenen Jahrzehnts“ so cash-lastig war. Ganz offensichtlich hat er entschieden, dass jetzt nicht die Zeit für einen hohen Baranteil ist. Bemerkenswert, dass er sich so eindeutig für Wertpapiere entschieden hat.

Während der vergangenen zehn Jahre hat sich das Investmentportfolio verlagert. Es ist nicht länger das Kernstück des Berkshire-Empires, sondern nur noch ein Teil vom Ganzen. Dennoch spiegelt es weiterhin wider, wie er längerfristig über die Verzichtskosten unterschiedlicher Anlageklassen denkt.

Ganz offensichtlich präferiert er zum aktuellen Zeitpunkt Wertpapiere gegenüber Anleihen und Barmitteln. Ein durchaus interessanter Aspekt.

## **2. Buffett singt Loblieder auf den Wert Berkshires.**

Das ist eine echte 180-Grad-Wende. Jahrzehntlang haben sich Buffett und Munger Jahr für Jahr hingestellt, Berkshires Wert heruntergespielt und die Wachstumserwartungen gebremst. Man hörte quasi die Geigen im Hintergrund spielen.

In den vergangenen Jahren dagegen sprach Buffett offener darüber, was Berkshire so bemerkenswert macht, und er deutete an, was diese Werte sein könnten. Und dieses Jahr sang Buffett praktisch Loblieder auf den Wert Berkshires!

Unverblümt sprach er über Berkshires Vorhaben, Aktien zu 120 Prozent vom Buchwert zurückzukaufen. Das ist nichts weniger als eine wenig subtile Empfehlung des Meisters höchstpersönlich, Berkshire zu halten.

Sehen wir uns das in Zahlen an: Die Marktkapitalisierung im ersten Quartal betrug 230 Milliarden Dollar, das entspricht einem Buchwert von 93 Dollar für eine B-Aktie. 120 Prozent davon wären 112 Dollar. Die B-Aktien liegen bei 126 Dollar, also nur zwölf Prozent über dem Preis, bei dem Buffett größere Aktienmengen zurückkaufen möchte. Wir sprechen hier also über einen Wertunterschied, den Berkshires Wachstum innerhalb eines Jahres schließen wird.

Jahrelang hat Buffett Berkshire kleingeredet. Nun brüllt er praktisch heraus, mit was für einem Wert man es hier zu tun habe. Man muss nur zuhören.

## **3. Buffett liebt Banken.**

Dass Buffett Wells Fargo mag, ist keine Neuigkeit. Weniger bekannt dagegen ist, dass Buffett Banken an sich mag. Ein Beispiel: Was ist Berkshires fünftgrößte Aktienbeteiligung?

Na, raten Sie mal?

Die ersten vier bekommen immer reichlich Presseberichterstattung ab: Wells Fargo, Coca-Cola, American Express und IBM.

Aber wer liegt auf Platz fünf?

Ärgern Sie sich nicht, wenn Sie es nicht wissen. Wir haben einige unserer Freunde gefragt, die Berkshire analysieren, und sie wussten es nicht.

Die Antwort: Bank of America.

Vorausgesetzt, dass die Wandelanleihen ausgeübt werden, waren die Aktien zum Jahresende 10,9 Milliarden Dollar wert und 12 Milliarden Dollar zum Ende des ersten Quartals.

Rechnet man die Beteiligungen an Wells Fargo, Bank of America, U.S. Bancorp, Bank of New York Mellon und M&T Bank zusammen, kommt man zu dem Ergebnis, dass Buffett mit 40 Milliarden Dollar in amerikanischen Banken investiert ist. Das ist eine gewaltige Position und verdient deshalb eine genauere Betrachtung.

Bei allem Händeringen über eine Zunahme der Regulierung, über eine Zunahme der Kapitalanforderungen, über laufende Klagen und geringe Zinsspreads müssen Banken an sich (oder zumindest diese speziellen Institute) ja trotzdem etwas haben, das für sie spricht, denn ansonsten wäre Buffett sicherlich *in keiner anderen Branche so stark investiert wie in Banken*.

Und Buffett kennt sich aus mit Banken. Schon 1969 kaufte er die Illinois National Bank of Rockford.

In Berkshires Jahresbericht von 1977 erwähnte Buffett voller Stolz, wie gut es Gene Abegg gelungen sei, eine Bank aufzubauen, bei der das Verhältnis von Gewinnen zu Bilanzsumme etwa drei Mal so hoch sei wie bei den meisten größeren Banken.

#### **4. Buffett ist glücklich.**

Im Lauf der Jahre haben wir immer wieder gestaunt, wie viel Energie und Begeisterung Buffett aufbringt. Allerdings waren einige Jahre schwieriger als andere und das schlug sich dann bei der jeweiligen Aktionärsversammlung auch in einer düstereren Stimmung nieder.<sup>1</sup> Dieses Jahr aber können wir vermelden, dass wir ihn nur selten glücklicher erlebt haben.

Unserer Ansicht nach trägt entscheidend dazu bei, dass Berkshire unter Volldampf läuft. Alle seine großen Investitionen und alle seine wichtigen Personalentscheidungen des vergangenen Jahrzehnts waren ein voller Erfolg und funktionieren – in bestimmten Fällen – großartig. Bei dem Mann läuft es einfach.

#### **5. Berkshire ist eine reibungslos funktionierende Kapitalzuteilungsmaschine.**

Kapitalzuteilung ist in der Geschäftswelt *der* Schlüssel zu künftigen Renditen. Und eine Kapitalzuteilungsmaschine wie Berkshire Hathaway hat die Welt noch nicht gesehen.

Berkshire steigert seinen Cashflow in einer Größenordnung von um die 20 Milliarden Dollar jährlich und wird im Verlauf des nächsten Jahrzehnts problemlos Barmittel von über 230 Milliarden Dollar generieren, ein Betrag, der dem aktuellen Eigenkapitalwert entspricht.

Anders gesagt: Was Berkshire in den nächsten zehn Jahren mit seinen überschüssigen Barmitteln unternimmt, entspricht vom Umfang her (mindestens) allem, was Buffett in den vergangenen 50

Jahren unternommen hat. Buffett weiß sehr gut, dass er möglicherweise nicht mehr alle Entscheidungen bezüglich der Zuteilung treffen wird. Je stärker die Kapitalzuteilung also auf eine gute Art und Weise automatisiert oder delegiert werden kann, desto besser. Und das ist Buffett während der vergangenen 15 Jahre erstaunlich gut gelungen.

Vielleicht wird dieser Übergang in den kommenden Jahren als seine größte Errungenschaft angesehen werden. Sehen wir uns einmal näher an, was er erschaffen hat.

## Berkshire Hathaway: Die Zuteilungsmaschine

Es gibt grob gesagt fünf Dinge, die öffentliche Kapitalgesellschaften mit einem Dollar, den sie verdient haben, anstellen können: Sie können ihn wieder ins Geschäft stecken, sie können andere Unternehmen/Vermögenswerte davon kaufen, sie können Schulden abtragen, sie können Dividenden ausschütten oder sie können Anteile zurückkaufen.

Die Entscheidung, wie viel Kapital auf jeden dieser Bereiche entfallen soll, wird im Idealfall von den „Verzichtskosten“ bestimmt. Anders formuliert: Jeder zusätzliche Dollar sollte dorthin fließen, wo er im Vergleich zu den konkurrierenden Möglichkeiten risikobereinigt langfristig die beste Rendite erzielen kann.

Mehr als jeder sonst, den wir kennen, hat Warren Buffett die Kunst der Kapitalzuteilung fest im Denken der amerikanischen Wirtschaft verankert. Jahrelang haben er und Charlie erklärt, amerikanische Manager, die es in das Amt des CEO schaffen, seien wie der weltberühmte Geiger, der endlich einen Auftritt in der Carnegie Hall erhält, dem man dort aber sagt, er solle sich an den Flügel setzen.

Jahrelang hat der aufsteigende Manager die Bilanzen gemeistert, die Just-in-time-Produktion, den Vertrieb oder das Marketing, und nun ist er auf einmal für etwas verantwortlich, für das er nicht ausgebildet wurde – Kapitalzuteilung. Insofern überrascht es nicht, dass die amerikanische Wirtschaft in Sachen Kapitalzuteilung eine nur durchwachsene Bilanz vorweisen kann.

In den 1980er-Jahren haben wir kaum jemals ein Unternehmen über dieses Thema sprechen hören. Heute ist es allgegenwärtig (auch wenn die Umsetzung hier und da noch reichlich zu wünschen übrig lässt).

Im *Wall Street Journal* hieß es kürzlich, die Ausgaben der Unternehmen für Aktienrückkäufe seien vergangenes Jahr um 23 Prozent auf 477 Milliarden Dollar gestiegen, während die Dividendenzahlungen um 14 Prozent auf 1.300 Milliarden Dollar kletterten. Die Kapitalausgaben werden dieses Jahr voraussichtlich um sechs Prozent auf 650 Milliarden Dollar zunehmen. Das ist eine hervorragende kurze Zusammenfassung und nichts, was man vor 30

Jahren so in den Zeitungen gelesen hätte.

Jahrelang hat Buffett einen vernünftigen, intelligenten und manchmal sogar begnadeten Ansatz beim Thema Kapitalzuteilung verfolgt. Im diesjährigen Jahresbericht äußerte er sich ziemlich ausführlich dazu, wie 2013 bei Berkshire die Zuteilung verlaufen ist:

## In die Firmen reinvestieren

Hier haben die größten Veränderungen stattgefunden. Vor 1998 besaß Berkshire nur wenige operative Geschäfte, bei denen sich größere Barmittelmengen gut reinvestieren ließen. Tatsächlich setzte Buffett ganz deutlich lieber auf Unternehmungen mit geringem Kapitaleinsatz und hohem Cashflow, damit er den Cashflow selber erneut investieren konnte.

Seit damals war Berkshire einkaufen und hat sich eine ganze Reihe kapitalintensiver Unternehmungen zugelegt, wobei hier an erster Stelle fünf Firmen zu nennen sind, die „Powerhouse Five“: MidAmerican Energy, Burlington Northern Santa Fe, ISCAR, Lubrizol und die Marmon Group.

Buffett legte erstaunliche geistige Flexibilität an den Tag und schlug einen völlig neuen Kurs ein: Jahrelang kaufte er Unternehmen mit geringem Kapitalaufwand und hohem Cashflow, nun hat er sich eine Gruppe zusammengestellt, die Kapital aufsaugen kann wie ein Schwamm. 2013 gaben Berkshires Tochterfirmen die Rekordsumme von *11 Milliarden Dollar* für Werke und Betriebsmittel aus. Allein BNSF beabsichtigt, 2014 rund 5 Milliarden Dollar zu investieren.

Nach Abschluss der derzeitigen Projekte wird MidAmerican Energy 15 Milliarden Dollar in erneuerbare Energien investiert haben. 2004 begann MidAmerican bei null, heute ist das Unternehmen für sieben Prozent der amerikanischen Windenergie verantwortlich und nach Abschluss der Projekte für einen noch größeren Marktanteil bei der Solarenergie. Zusätzlich erwarb Berkshire für 3,5 Milliarden Dollar die noch fehlenden Anteile an Marmon Group und ISCAR.

Wir spekulieren hier, aber uns fällt auf, dass Berkshire die GEICO-Anteile gekauft hat, die dem Unternehmen 1995 noch nicht gehört hatten. Anschließend trat Buffett das Gaspedal voll durch, was die Werbeausgaben anbelangte. Die Folge: GEICO gab mehr Geld aus als der Rest der Kfz-Versicherer zusammen!

An dieser Stelle müssen wir uns fragen, ob der Erfolg dieser zum richtigen Zeitpunkt beim richtigen Unternehmen angewandten Kapitalintensität beeinflusste, welche Zukäufe Buffett in der jüngeren Vergangenheit tätigte und welche Investmentpolitik er verfolgte.

In *bestimmten* Geschäftsfeldern kann es ein sehr großer Wettbewerbsvorteil sein, sehr langfristig denken und investieren zu



können und sich nicht um die aktuelle Profitlage oder die Meinung der Wall-Street-Analysten zu kümmern.

## Übernahmen anderer Unternehmen

*Hier genießt Buffett weiterhin Aufwind.*

■ **Das Tagesgeschäft:** Seit jeher liebt es Buffett, die Kontrolle guter Firmen zu übernehmen. Bei der Jahreshauptversammlung erklärte Buffett, er finde es viel besser, operative Geschäfte zu kaufen, die Berkshires Ertragskraft steigern, als marktfähige Wertpapiere zu erstehen. Vergangenes Jahr gab Berkshire 18 Milliarden Dollar für die Übernahme von NV Energy und ein großes Aktienpaket von Heinz aus (ein gemeinsam mit 3G Capital Partners durchgeführtes Geschäft). Kurz vor der Veranstaltung verkündete Berkshire, für 2,9 Milliarden Dollar AltaLink zu kaufen. Der Stromnetzbetreiber versorgt 85 Prozent der Bevölkerung der kanadischen Provinz Alberta.

■ **Das originelle Geschäft:** Seit Langem ist Buffett bekannt dafür, besondere Geschäfte abzuschließen, wie nur er und Berkshire sie sich einfallen lassen können. Schulden mit begleitenden Bezugsrechten. Quotenanteile im Rückversicherungsgeschäft. Wandelbare Vorzugsaktien mit Renditen im zweistelligen Prozentbereich. Vergangenes Jahr hat Berkshire eine Reihe interessanter, steuerlich vorteilhafter Geschäfte abgeschlossen: Aktien der *Washington Post* wurden gegen eine Fernsehstation in Miami und Berkshire-Aktien getauscht; Phillips-66-Aktien im Wert von 1,4 Milliarden Dollar wurden eingetauscht gegen die alleinige Eigentümerschaft des Pipeline-Dienstleistungsgeschäfts von Phillips 66.

■ **Ergänzende Zukäufe:** Berkshires kleinere Tochterfirmen haben grünes Licht bekommen, durch intelligente Zukäufe zu wachsen. Die Berkshire-Töchter haben vergangenes Jahr 3,1 Milliarden Dollar in arrondierende Akquisitionen investiert.

■ **Das Portfolio:** Früher war es das Kronjuwel Berkshires, heute ist das 211 Milliarden Dollar schwere Portfolio aus Barmitteln, Anleihen und Wertpapieren nur ein ganz gewöhnlicher Bestandteil dieses immer weiter wachsenden Imperiums. Allerdings hat Buffett in den vergangenen Jahren Ted Weschler und Todd Combs ins Team geholt und beide verwalten nun Portfolios von über 7 Milliarden Dollar. Buffett gefällt ganz offensichtlich, was die beiden so treiben, und er

deutet an, dass sie auch an einigen der anderen hier erwähnten Geschäfte mitgewirkt haben.

## Schulden abtragen

Vor Jahren hat Buffett gelehrt, dass der richtige Zeitpunkt, sich Geld zu leihen, gekommen ist, wenn das Geld billig ist. Aktuell sind die Zinsen niedrig, insofern muss man sich also fragen: „Warum leiht sich Berkshire nicht noch mehr?“

Buffett hat erklärt, er Sorge lieber für eine superstarke Bilanz (mit 20 Milliarden Dollar als Mindestbarreserve). Diese unbestreitbare Stärke verleiht den Tochterfirmen aus dem Versicherungsbereich einen dauerhaften Wettbewerbsvorteil.<sup>2</sup>

## Dividendenzahlungen

Berkshire ist berühmt dafür, noch nie Dividenden ausgeschüttet zu haben. Allerdings deutete Buffett bei der Aktionärsversammlung an, in „nicht allzu ferner Zukunft“ könne Berkshires Casherzeugung so beträchtlich sein, dass man diese Frage noch einmal auf den Prüfstand stellen werde.

„Mögest du leben, bis Berkshire eine Dividende ausschüttet“ – dieser Wunsch könnte schon bald in Erfüllung gehen.

## Aktienrückkauf

Berkshire hat sich bemerkenswerterweise auferlegt, eigene Aktien zu 120 Prozent des Buchwerts zu kaufen. Bislang sind nur wenige Aktien zurückgekauft worden, aber auf diese Weise wurde zumindest eine Untergrenze unter den Kurs gezogen.

Ein interessanter Aspekt: Buffett sinnierte während der Veranstaltung darüber, dass Berkshire beim Kauf von BNSF 70 Prozent des Preises in Barmitteln und den Rest in Aktien beglichen habe. Er wäre gut beraten gewesen, diese Aktien auf dem freien Markt zurückzukaufen.

Und noch ein Aspekt: Einige der Empfänger von Berkshires Investitionen kaufen Aktien zurück, was mit der Zeit Berkshires prozentualen Aktienbesitz erhöht – eine weitere Form „automatischer“ Kapitalzuteilung für Berkshire.

## Zusammenfassung

Da sehen wir es: Die Berkshire-Hathaway-Kapitalzuteilungsmaschine ist nicht länger davon abhängig, wie Buffetts nächste Idee aussieht.

Die „Powerhouse Five“ können auf Jahre hinaus Barmittel reinvestieren und auf diese Weise ihr eigenes Geschäft ausweiten. Kleinere Tochterunternehmen können arrondierende Akquisitionen tätigen. Weschler

und Combs jagen auf dem Aktienmarkt und in der Welt der Geschäfte der nächsten lohnenden Gelegenheit nach.

Und fast all diese Fähigkeiten der Kapitalzuteilung wurden von Buffett innerhalb von nur 15 Jahren erschaffen.

Was für eine erstaunliche Leistung.

- 1 Wir erinnern uns an die Jahre mit dem Salomon-Skandal und dem Abgang von David Sokol.
- 2 Uns ist aufgefallen, dass ein cleverer alter Bekannter genau diesen Weg gegangen ist: Leucadia National sammelte mit einer Reihe Anleiheemissionen vergangenes Jahr 3,3 Milliarden Dollar ein. Geld leihen, wenn es billig ist, fürwahr.

*[OceanofPDF.com](http://OceanofPDF.com)*



# 2015

**VERANSTALTUNGSORT** CenturyLink Center

**TEILNEHMERZAHL** 40.000

## **EINZELHEITEN ZU DIESEM JAHR**

- Berkshire beging das Jubiläum 50 Jahre unter der Führung Buffetts.
- Justin Boots brachte zwei große Stiere mit zur Veranstaltung, Wells Fargo paradierte morgens um halb sieben mit einer Postkutsche zum CenturyLink Center. Buffett scherzte, Berkshire expandiere jetzt im Transportwesen über Flugzeuge, Eisenbahnen und Autos hinaus.
- Im jährlichen Film war Buffett unter anderem als „Berkshire Bomber“ zu sehen, der sich im Stil von Rocky mit Floyd Mayweather anlegte. Es gab Gastauftritte von Steve Wynn und Charlie Rose zu sehen. Buffett machte Mayweather verbal fertig und Munger erklärte: „Mayweathers Leute hatten zuerst mich gefragt, aber ich hatte keine Zeit.“ Zu Beginn des Kampfes wird Buffett gefragt, ob er tatsächlich mit aufgesetzter Brille kämpfen will, worauf er erwidert: „Darauf können Sie aber wetten, verdammt noch mal!“ Beide Kämpfer holen zum Schlag aus und kurz bevor sie sich treffen, wird der Bildschirm schwarz.
- Ebenfalls im Film zu sehen ist ein Interview mit Gladys Kaiser und Bill Scott, die Buffett noch aus seinen frühen Tagen kennen. Buffett und Scott redeten über den Kauf von Berkshire und die Partnerschaftszeiten. Kaiser erinnerte sich, was 1991 – das Jahr des Skandals um Salomon Brothers – für ein furchtbares Jahr gewesen sei und dass Buffett voll fokussiert gewesen sei: „Das Jahr war eine ziemliche Verantwortung. Sie haben denen den

Hintern gerettet.“

## RANG IM FORTUNE 5004

■ Vor Berkshire liegen jetzt nur noch Walmart, Exxon Mobil und Chevron.

## AKTIENKURS226.000 Dollar

Heutiger Wert eines 1964 investierten Dollar: **18.270 Dollar** Berkshires Buchwert pro Aktie ist von 19,46 Dollar auf **146.186 Dollar** (ein Zuwachs von durchschnittlich **19,4 Prozent** pro Jahr) gestiegen. Der S&P 500 legte im selben Zeitraum um durchschnittlich **9,9 Prozent** pro Jahr zu.

*[OceanofPDF.com](http://OceanofPDF.com)*

# HÖHEPUNKTE AUS DEN NOTIZEN FÜR 2015

---

## Berkshire Hathaway: Eine Kapitalzuteilungsmaschine

### Aus Berkshires Aktionärsschreiben von 1987:

„Vielen CEOs fehlt es an Fähigkeiten, was die Kapitalzuteilung anbelangt. Das ist keine Nebensächlichkeit. Ein CEO, dessen Unternehmen jährlich Gewinne in Höhe von zehn Prozent des Nettowerts behält, war nach zehn Jahren im Amt für den Einsatz von über 60 Prozent allen im Unternehmen arbeitenden Kapitals verantwortlich.“

Intelligente Kapitalzuteilung ist die Grundlage eines soliden Vermögensaufbaus.

Letztes Jahr sind wir darauf eingegangen, wie dramatisch Buffett Berkshire umgekrempelt hat und wie er innerhalb der vergangenen 15 Jahre in eine Kapitalzuteilungsmaschine verwandelte. So, wie das Unternehmen jetzt aufgestellt ist, hängt die künftige Wertentwicklung Berkshires weniger von Warren Buffett ab als je zuvor in der Firmengeschichte. Bedenkt man, wie schlecht die Kapitalzuteilung im Allgemeinen abläuft, sticht Berkshire wieder einmal als eine ganz außergewöhnliche Erfolgsgeschichte hervor.

Was uns aber erst durch den diesjährigen Jahresbericht Berkshire Hathaways deutlich wurde, ist, wie stark die Kapitalzuteilung das Unternehmen bereits in früheren Tagen beeinflusst hat.

Dass Berkshire nunmehr seit 50 Jahren unter seiner Führung steht, feierte Buffett mit einem fantastischen Jahresbericht. Dieser enthielt unter anderem Auszüge aus alten Jahresberichten, Term Sheets<sup>1</sup> für Buyouts und andere historische Dokumente.

Tatsächlich sei es die Ankündigung für ein Aktienrückkaufprogramm gewesen, das ihn erstmals auf Berkshire aufmerksam werden ließ, so Buffett. Es sei nicht das Unternehmen gewesen, das sein Interesse an der Aktie weckte, sondern die Umschichtung von Kapital.<sup>2</sup>

## BNSF

Buffett warf eine Folie mit Berkshires Quartalsgewinn an die Wand. Es sei

nichts besonders Auffälliges dabei, ausgenommen Burlington Northern Santa Fe (BNSF): Das Unternehmen habe bei Gewinn und anderen Leistungsindikatoren viel besser als vergangenes Jahr abgeschnitten.

Letztes Jahr sei die Eisenbahngesellschaft relativ frühzeitig im Verlauf des Jahres ins Hintertreffen geraten, deshalb habe Berkshire viel Geld ausgegeben, um die Dinge wieder ins Lot zu bringen, räumte Buffett ein.

Diese großen Anstrengungen haben sich bezahlt gemacht: Burlington Northern hat Marktanteil hinzu gewonnen und den Gewinn gesteigert.

## Clayton Homes

Es gab eine Frage zu einem Bericht in der *Seattle Times*. Darin war die Rede davon, dass bei der Berkshire-Tochter Clayton Homes bei der Kreditvergabe angeblich mit rücksichtslosen Methoden gearbeitet wurde. Buffett hatte eine Antwort vorbereitet und erklärte, der Artikel weise einige wichtige Fehler auf. Tatsächlich sei Clayton vorbildhaft, was seine Darlehenspolitik anbelange. Dies war der Auftakt für einen interessanten Vortrag über Hypotheken und Fertighäuser. Die Probleme, die 2008 und 2009 den Hypothekenmarkt heimsuchten, seien größtenteils darauf zurückzuführen, dass sich Hypothekennehmer und Hypothekengeber „völlig entfremdet“ hatten, erklärte Buffett. Die Hypothekengeber hätten die Darlehen an Investmentbanken verkauft. Diese zerstückelten die Kredite und formten daraus Derivatprodukte, bei denen der Käufer letztlich zum Teil gar nicht wusste, was er da überhaupt erworben hatte.

In jenen Jahren waren die Zahlungsausfälle für Häuser ab 800.000 Dollar aufwärts viel höher als bei Darlehen für Clayton-Häuser. Clayton behält nahezu sämtliche Hypotheken, die das Unternehmen ausgibt. Für 300.000 Immobilien macht das mehr als 12 Milliarden Dollar an Hypotheken aus.

Es sei nicht in Claytons Interesse, ein Haus zu verkaufen, dessen Inhaber zahlungsunfähig geworden ist, denn das sei ein Verlustgeschäft für das Unternehmen wie auch für den Kunden, so Buffett. Das gilt nicht für den Großteil der Hypothekengeber. Allerdings kursiert der Vorschlag, dass die Kreditgeber mindestens um die drei Prozent der von ihnen vergebenen Darlehen behalten sollen, damit auch sie etwas zu verlieren haben.

Fertighäuser decken das untere Ende des Markts ab, räumte Buffett ein. 70 Prozent der Häuser, die für 150.000 Dollar oder weniger verkauft werden, seien Fertighäuser und die durchschnittliche Zahlung belaufe sich auf rund 670 Dollar monatlich. Die Herausforderung bestehe also darin, Menschen auf eine Art und Weise Geld zu leihen, die es ihnen ermöglicht, die Zahlungen zu leisten und ihre Häuser zu behalten.

Bei Clayton würden etwa drei Prozent dieser Hypotheken in Verzug geraten. Hauptgründe für Ausfälle von Hypotheken seien Arbeitsplatzverlust, Scheidungen und Tod. Die Zahlen bedeuten allerdings auch, dass 97 Prozent

der Hypotheken nicht ausfallen, so Buffett. Ohne die Finanzierungsangebote von Clayton und anderen würden die Menschen sich ein derartiges Zuhause nicht leisten können.

Das Clayton-Haus, das im Auditorium des CenturyLink Centers stehe, koste 69.500 Dollar, sagte Buffett. Ein Grundstück koste normalerweise etwa 25.000 Dollar. Das bedeute, für insgesamt 95.000 Dollar könne jemand in ein Haus mit 110 Quadratmetern Wohnfläche, Haushaltsgeräten und mehreren Schlafzimmern einziehen.

Der Bericht in der *Seattle Times* enthalte Fehler, erklärte Buffett. Dort hieß es, dass Clayton durchschnittlich 11.600 Dollar pro Haus verdiene. Das sei Unsinn, das wisse er, so Buffett. Er habe die eidesstattliche Erklärung drei Mal gelesen und nirgendwo sei dort diese Aussage gemacht worden.

Was in der eidesstattlichen Erklärung stand, war eine Äußerung zum Bruttogewinn, nicht zum Nettogewinn. Im Falle Claytons beträgt der Bruttogewinn um die 20 Prozent, während die Reingewinnmarge etwa 3 Prozent erreicht. Ein interessanter Nebenaspekt: Buffett erklärte, man habe absolut keinen Grund, sich über Claytons Kreditpolitik zu beschweren. Allerdings erhalte er regelmäßige Beschwerdebriefe über andere Tochterfirmen.

Clayton werde von jedem Bundesstaat reguliert, in dem das Unternehmen Hypotheken vergibt, also in nahezu allen 50 Bundesstaaten der USA. In den vergangenen drei Jahren gab es 91 Compliance-Überprüfungen. Das höchste Bußgeld, das Clayton dabei bezahlen musste, belief sich auf 5.500 Dollar, die größte Rückzahlung lag bei 110.000 Dollar.<sup>3</sup>

Stolz erklärte Buffett abschließend: „Clayton hat vergangenes Jahr mehr als 30.000 Menschen zu sehr guten Häusern zu sehr geringen Kosten verholfen. Und ein sehr hoher Prozentsatz dieser Menschen wird diese Kredite in 20 Jahren abbezahlt haben und ein Haus besitzen, das sie zu einem wirklich guten Preis gekauft haben.“

Munger warf ein, Clayton komme zwar auf dem Markt für Fertighäuser auf etwa 50 Prozent Anteil, aber es überrasche ihn, dass der Markt nicht größer sei, da es sich doch um eine dermaßen effiziente Baumethode handele.

## 3G Capital Partners

Auch auf Fragen zu seiner Partnerschaft mit 3G Capital Partners war Buffett eingestellt. In diesem Fall ging es darum, dass 3G bei den Unternehmen, die es übernimmt, die Belegschaftsgröße verringert. Die Leute von 3G seien erfolgreich darin, Geschäfte aufzubauen und zu übernehmen, erklärte Buffett. Sie streben danach, ihre Unternehmen effizient zu führen und dazu gehöre es, den Personalbestand zu reduzieren, wenn im Betrieb deutlich mehr Menschen als erforderlich beschäftigt seien. Nach dem Senken der



Kosten haben sich die Firmen von 3G gut entwickelt. Burger King schneide nun deutlich besser als die Konkurrenz ab, sagte Buffett. Tim Horton's, der jüngste Zukauf von Burger King, zeige jetzt bereit eine deutlich positive Entwicklung am Markt.

Die Alternative dazu, ein Unternehmen auf die richtige Größe zu bringen, sei das, was schließlich in Russland passiert sei, sagte Munger. Er zitierte einen russischen Arbeiter: „Jeder hat Arbeit und es klappt alles. Die tun so, als würden sie uns bezahlen, und wir tun so, als würden wir arbeiten.“

Die Eisenbahnen hätten nach dem Zweiten Weltkrieg 1,6 Millionen Menschen beschäftigt und es sei ein lausiger, mit zu wenig Kapital ausgestatteter Industriezweig gewesen, sagte Buffett. Heute würden weniger als 200.000 Menschen in der Branche arbeiten und sie sei viel größer, viel effizienter und deutlich sicherer. Niemand würde heutzutage behaupten, dass es besser wäre, die Eisenbahnen mit 1,6 Millionen Mitarbeitern zu betreiben. „Im Kapitalismus wird Effizienz irgendwann notwendig.“

„Ich ziehe meinen Hut vor dem, was die Leute bei 3G erreicht haben“, sagte Buffett.

## Van Tuyl

Berkshire hat vor kurzem Van Tuyl übernommen. Auf Nachfrage erklärte Buffett, dass es sich um einen sehr produktiven Autohändler handle. Das mittlerweile als Berkshire Hathaway Automotive firmierende Unternehmen zählt mit mehr als 9 Milliarden Dollar Umsatz zu den größten Händlerschaften Amerikas und betreibt 81 eigenständige Händlerbetriebe in zehn Bundesstaaten.

Einige Händler, Carmax beispielsweise, haben auf ein transparenteres Modell umgestellt, bei dem weniger Verhandlungsaufwand erforderlich ist. Van Tuyl werde sich an die Wünsche der Kunden anpassen, sagte Buffett, noch herrsche allerdings das Verhandlungsmodell vor.

Sein ganzes Leben lang sei es in erster Linie so gewesen, dass man beim Kauf eines Autos verhandeln müsse, erklärte Munger. Er sei erstaunt, dass sich das nicht stärker verändert habe.

Egal, wie sich die Dinge entwickeln, Van Tuyl werde gut zurechtkommen, sagte Buffett. Es würde ihn allerdings nicht wundern, wenn sich die Dinge in den nächsten 10, 15 Jahren nicht groß ändern. Insgesamt gebe es in den USA 17.000 Autohändler und Berkshire beabsichtige, über Van Tuyl in den kommenden Jahren noch weitere zu übernehmen.

Interessanterweise kann Buffett keine Skalierungsmöglichkeiten durch den Besitz von Autohändlern erkennen. Das liege daran, dass die meisten nach lokalen Aspekten geführt werden.

Einen Einstieg Berkshires in die Kauffinanzierung hält Buffett für unwahrscheinlich. Wells Fargo sei der größte Autofinanzierer und seine

Kapitalbeschaffungskosten liegen bei etwa 12 Basispunkten, was ein unschlagbarer Vorteil sei.

Bei Van Tuyl befolge man das Prinzip der Leistungsgesellschaft, entsprechend hätten die richtigen Leute beträchtlichen Anteil am Besitz, sagte Munger. Das erinnere ihn an das Unternehmen Kiewit aus Omaha, das ebenfalls über eine sehr erfolgreiche Unternehmenskultur verfügt.

## Filter

Munger wurde gebeten, fünf, sechs Kriterien für die Investitionsauswahl zu nennen. Er erklärte, Berkshire besitze kein Einheitsmodell. Jede Branche sei anders, außerdem würde man ständig Neues lernen.

Sie hätten Filter, warf Buffett ein. Ein wichtiger Filter sei die Frage, ob sie eine gute Vorstellung davon besäßen, wie sich ein Unternehmen in den nächsten fünf, zehn Jahren entwickelt. Dieser Filter Sorge dafür, dass man die meisten Unternehmen gar nicht erst ausführlich unter die Lupe nehme.

Ein weiterer Filter sind die Menschen. Buffett möchte, dass das Unternehmen nach dem Verkauf an Berkshire genauso weitergeführt wird, wie es vor dem Verkauf der Fall gewesen ist. Auch dieser Filter eliminiert eine ganze Reihe Geschäftsmöglichkeiten.

„Ich kann Ihnen keine fünf Kriterien nennen“, schloss Buffett. „Vielleicht hat Charlie sie vor mir geheim gehalten.“

## IBM

Auf die Frage, ob es sich bei IBM nicht – ähnlich wie in den 1960er-Jahren die Textilwerke – um ein Auslaufmodell handele, erwiderte Munger: „Nein.“

IBM sei etwas Besonderes, weil es dem Unternehmen gelungen sei, sich an den technologischen Wandel anzupassen. Bei IBM handele es sich um „ein sehr bewundernswertes Unternehmen, das wir zu einem vernünftigen Preis gekauft haben“, sagte Munger.

Buffett meldete sich zu Wort: Er finde es interessant, Fragen zu Investitionen Berkshires zu bekommen, weil die Leute dann glauben, er wolle die Investitionen schönreden. Vielleicht wolle Berkshire zu einem späteren Zeitpunkt weitere Aktien kaufen, vielleicht wolle das Unternehmen, in das investiert wurde, das tun. Warum also sollten diese Parteien Interesse daran haben, den Preis in die Höhe zu treiben?

„Die Wall Street hält es für besser, wenn der Preis am nächsten Tag steigt, und zwar selbst dann, wenn man beabsichtigt, noch weitere Aktien vom Markt zu nehmen“, sagte Buffett. „Charlie, hast du eine Ahnung, woran das liegen könnte?“

Woraufhin Munger erwiderte: „Warren, wenn die Menschen nicht so oft falsch lägen, wären wir nicht so reich.“

# Aufbau des Versicherungsgeschäfts

Beim Aufbau von Berkshires Versicherungsimperium seien ihm zahlreiche glückliche Fügungen zu Hilfe gekommen, gestand Buffett ein. Er nannte drei ganz spezielle Glücksfälle: Dass er Lorimar Davidson bei GEICO besucht habe, dass er National Indemnity gekauft habe und dass er Ajit Jain eingestellt habe. Was er in gerade einmal vier Stunden bei Davidson gelernt habe, sei besser als jeder Studiengang, den er hätte belegen können, sagte Buffett. Damals sei ihm klar geworden, dass er Versicherungen mag und versteht. Diese Einsicht bereitete ihn darauf vor, National Indemnity zu erwerben, als es zum Verkauf stand, und natürlich bereitete ihn das darauf vor, in großem Stil bei GEICO einzusteigen und in den folgenden Jahrzehnten immer weitere Anteile an dem Unternehmen zu kaufen.

Jedes Jahr habe National-Indemnity-Eigner Jack Ringwalt seine komischen fünf Minuten gehabt, in denen er sein Unternehmen verkaufen wollte, erzählt Buffett gerne. 1967 erhielt Buffett den entscheidenden Anruf und handelte sofort. National Indemnity wurde zum Fundament, auf dem Buffett sein Versicherungsimperium aufbaute.

Mitte der 1980er-Jahre sei Ajit Jain an einem Samstag ins Unternehmen gekommen und habe seine Dienste angeboten, obwohl er bis dahin noch nie im Versicherungswesen gearbeitet hatte.

Buffett staunte, was für ein Riesenglück er mit dieser Dreierwette gehabt habe. Der wahre Schlüssel sei es, offen für Ideen zu sein, wenn sie auftauchen.

Munger warf ein, der wahre Schlüssel sei es, dass Berkshire großartige Unternehmen gekauft habe.

## Unternehmenskultur

Berkshires Unternehmenskultur reiche sehr tief, betonte Buffett. Er erzählte, dass Berkshire gerade ein Geschäft in Deutschland abgeschlossen habe, und zwar mit der Detlev Louis Motorrad-Vertriebsgesellschaft, einem Vertrieb von Motorradkleidung und -zubehör. Frau Louis und ihr Mann haben das Unternehmen mit viel Liebe über einen Zeitraum von 35 Jahren hinweg aufgebaut. Der Mann starb vor einigen Jahren und sie wandte sich wegen eines Verkaufs an Berkshire. Für Berkshire ist es von großer Bedeutung, dass die Firmenkultur das gesamte Unternehmen durchdringt und auch für die Aktionäre gilt. Buffett gefiel es, dass 97 Prozent der Aktionäre gegen eine Dividende stimmten und sich stattdessen dafür aussprachen, dass die Geschäftsführung das Geld investiert.

Mit der Zeit vertiefe sich die Unternehmenskultur und werde selbstbestimmt, erklärte Buffett. Er glaubt, dass die Kultur institutionalisiert wird, und ist fest davon überzeugt, dass sie noch lange, nachdem er und Charlie verschwunden sein werden, Bestand haben wird.

Berkshires Zugewinnraten werden sich verlangsamen, sagte Munger: „Im Leben gibt es schlimmere Tragödien, als dass Berkshires Aufzinsung langsamer wird. Das ist unvermeidlich.“

„Nenn eine Sache, die schlimmer ist“, scherzte Buffett.

Unternehmenskultur werde von oben vermittelt, sagte er. Der Anführer müsse beständig sein, gut kommunizieren, gutes Verhalten belohnen und schlechtes Verhalten bestrafen. Da der Aufbau einer derartigen Unternehmenskultur viel Zeit in Anspruch nimmt, ist es leichter, die gewünschte Unternehmenskultur zu erben. Einer seiner Kernwerte bei Berkshire sei es, die Menschen möglichst immer so zu behandeln, wie man selbst behandelt werde möchte, schloss Buffett das Thema ab.

Mungers aufschlussreiche letzte Worte: „Ich glaube, am besten hat funktioniert, dass wir immer unzufrieden mit dem waren, was wir bereits wussten, und dass wir immer mehr in Erfahrung bringen wollten. Wir haben weiter gelernt und das hat dafür gesorgt, dass es funktionierte.“

## Marken

Buffett wurde dazu gefragt, dass Berkshire seit 50 Jahren eine Long-Position einnehme, was Zuckerkonsum und sich verändernde Geschmäcker der Verbraucher anging. Er erwiderte, dass Coca-Cola über einen sehr breiten Burggraben verfüge.

Tagtäglich würden 1,9 Milliarden Portionen<sup>4</sup> Coca-Cola weltweit konsumiert, insofern ist das Unternehmen noch immer eine Macht. Und es werde sich an die Änderungen im Verbraucherverhalten anpassen müssen. Aber ähnlich wie bei Pkw-Verkäufen sehe er nicht, dass revolutionäre Umwälzungen vor der Tür stünden, sagte Buffett. In 20 Jahren werde mehr Coke konsumiert als heute, prognostizierte er.

Ein verblüffendes Eingeständnis: Buffett sagte, von den Kalorien, die er in den letzten drei Jahrzehnten zu sich genommen habe, entfalle gut und gern ein Viertel auf Coca-Cola. „Hätte ich mein Leben lang Brokkoli und Rosenkohl gegessen, hätte ich vermutlich nicht so lang gelebt“, scherzte er.

Mit der Zeit würden sich immer wieder Präferenzen verschieben, aber es sei schon erstaunlich, wie zeitlos einige Marken sein können, sagte Buffett. Coke begann 1886, Heinz-Ketchup gibt es seit 1870.

Eine starke Marke ist ein sehr mächtiger Faktor, allerdings müsse man sie erst aufbauen und dann bewerben, wiederholte Buffett. Gillette habe 1939 für die Rundfunk-Werberechte für die World Series 100.000 Dollar bezahlt: „Führen Sie sich nur einmal vor Augen, wie viele Menschen diese Werbespots gehört haben.“

## Makrofaktoren und Prognosen

Er hätte niemals vorhergesagt, dass es fünf Jahre lang keine Zinsen geben

würde, sagt Buffett: „Wir agieren in einer Welt, die Charlie und ich nicht verstehen.“

Munger kommentierte trocken: „Wenn wir das, was bislang geschehen ist, nicht richtig vorausgesehen haben, warum sollte uns jemand fragen, womit wir künftig rechnen?“

Zum Glück für die Aktionäre spielen Makroprognosen für Berkshires Abläufe keine zentrale Rolle. Soweit er sich erinnern könne, haben er und Charlie niemals einen Zukauf wegen Makrofaktoren abgelehnt, machte Buffett sehr deutlich. See's Candy und BNSF beispielsweise wurden während einer schwierigen Konjunkturlage gekauft.

Entscheidend sei es, erkennen zu können, wie die durchschnittliche Rentabilität eines Unternehmens auf lange Sicht aussehen wird und wie groß der Burggraben des Unternehmens ist.

Buffett scherzte: „Ein Unternehmen, das einen Ökonomen beschäftigt, hat aus unserer Sicht einen Mitarbeiter zu viel.“

## Die Eisenbahn

Mit Blick auf Bedenken hinsichtlich der Sicherheit von Eisenbahnwaggons, erklärte Buffett, dass BNSF verpflichtet ist, gewisse gefährliche Substanzen zu transportieren, beispielsweise Ammoniak und Chlor. Die Regierung legt bei derartigen Themen die Regeln fest und für den Transport vieler derartiger Substanzen ist die Schiene die beste Wahl.

BNSF ist branchenweit führend in Sicherheitsfragen und ohnehin glaube er, dass die Bahn grundsätzlich in den vergangenen Jahren deutlich sicherer geworden sei, so Buffett.

## Erneuerbare Energien

Die Kosten für eine Megawattstunde Solarenergie sind seit 2009 von 315 auf 128 Dollar gestürzt. Die Energiekosten für eine Megawattstunde Windenergie fielen von 96,09 auf 85,48 Dollar. Erneuerbare Energien werden konkurrenzfähiger.

58 Prozent sämtlicher Elektrizität in Iowa werde Ende 2016 aus Windkraft erzeugt, sagte der CEO der Berkshire Energy Group, Greg Abel.

## Alles auf eine Karte

Fast schon am Ende der Veranstaltung sagte Buffett, dass sein gesamtes Nettovermögen und das seiner Familie in Berkshire-Anteilen steckt.

Berkshire sei nur leicht verschuldet und „es sei verrückt, sich nachts zu Tode zu schwitzen“, sagte Munger, woraufhin Buffett rasch klarstellte: „Wegen finanzieller Dinge.“

Mit 60 Milliarden Dollar an Barmitteln sei Berkshire bereit und willig,

aktiv zu werden, sollten wirtschaftliche Unruhen eine solche Möglichkeit eröffnen.<sup>5</sup>

## Börsen und Zinsen

Es wurde eine sehr gute Frage zum Thema Bewertungen gestellt. Man weiß, dass Buffett ein Auge auf das Verhältnis zwischen Marktwert insgesamt und BIP hat. Kürzlich stand dieser Wert bei 125 Prozent und erreichte damit ein Niveau, wie es 1999 während der Internetblase beobachtet wurde.

Eine andere Kennzahl, die Buffett erwähnt hat, ist das Verhältnis von Unternehmensgewinnen zum BIP. Von 1951 bis 1999 pendelte dieser Wert zwischen 4,5 und 6 Prozent, zuletzt lag er bei über 10 Prozent. Sollten die Anleger wegen dieser Zahlen hinsichtlich der künftigen Marktentwicklung besorgt sein?

Diese Zahlen sprächen dafür, dass es der amerikanischen Unternehmenswelt sehr gut geht, was allerdings ein Problem für die Gesellschaft sein könnte. Bei den Bewertungen wirke sich die Nullzinslandschaft sehr stark aus. Natürlich sind Aktien deutlich mehr wert, wenn Staatsanleihen 5 Prozent Rendite abwerfen und nicht nur 1 Prozent.

Solange die Anleihen nur so geringe Renditen bringen, seien die Menschen in ihren Möglichkeiten eingeschränkt, sagte Munger. Deshalb befänden sich die Aktien auf höherem Niveau, als es normalerweise der Fall wäre.

Die Frage, so Buffett, sei: Wie lange werden diese niedrigen Zinssätze anhalten? In Japan zog sich dieser Zustand über Jahrzehnte hin. Werden wir bald wieder Normalzustand erreichen? Steigen die Zinsen wieder auf ein normaleres Niveau, sind die Aktienkurse hoch. Bleiben die Zinsen niedrig, wirken Aktien „sehr billig“.

„Jetzt habe ich Ihnen die Antworten gegeben“, sagte Buffett abschließend. „Suchen Sie sich die richtige heraus.“

- 1 Anm. d. Übers.: Term Sheets enthalten die Eckpunkte eines Vertrags und sind eine Art Absichtserklärung.
- 2 Siehe Anhang I. Darin schildert Buffett die Geschichte und wir analysieren seine Kapitalallokation in diesen frühen Tagen. Es ist wirklich eine spektakuläre Angelegenheit.
- 3 Ganz offensichtlich hatte Buffett seine Hausaufgaben gemacht.
- 4 Anm. d. Übers.: Eine Portion entspricht 8 Flüssigunzen, umgerechnet 237 Milliliter.
- 5 Buffett hielt Wort, was diese 60 Milliarden Dollar anging. Im August vereinbarte Berkshire seine bislang größte Übernahme und übernahm für 32,4 Milliarden Dollar in bar Precision Castparts (PCP), einen Hersteller von Teilen für die Luft- und Raumfahrtbranche. Der Kaufpreis entspricht 235 Dollar pro Aktie. Berkshire will das Geschäft mit etwa 23 Milliarden Dollar an Barmitteln und Krediten über weitere 10 Milliarden Dollar abwickeln.





# 2016

**VERANSTALTUNGSORT** CenturyLink Center

**TEILNEHMERZAHL** 40.000

## **EINZELHEITEN ZU DIESEM JAHR**

- Professor Buffett und Professor Munger hatten den Vorsitz beim allerersten Livestream der Berkshire-Aktionärsversammlung. Die über Yahoo Finance gestreamte Veranstaltung erreicht damit ein weltweites Publikum.
- Aufgrund des Livestreams waren etwa zehn Prozent weniger Teilnehmer als sonst üblich anwesend.

## **RANG IM FORTUNE 500** 4

- Vor Berkshire liegen jetzt nur noch Walmart, Exxon Mobil und Apple.

**AKTIENKURS** 197.800 Dollar

Heutiger Wert eines 1964 investierten Dollar: **15.990 Dollar** Berkshires Buchwert pro Aktie ist von 19,46 Dollar auf **155.501 Dollar** (ein Zuwachs von durchschnittlich **19,2 Prozent** pro Jahr) gestiegen. Der S&P 500 legte im selben Zeitraum um durchschnittlich **9,7 Prozent** pro Jahr zu.



# HÖHEPUNKTE AUS DEN NOTIZEN FÜR 2016

---

## Das ist erst der Anfang

Ein augenscheinlich gut gelaunter Buffett eröffnete die Veranstaltung mit einigen Scherzen: „Charlie bekommt all die Mädchen ab. Jede Mutter sagt ihrer Tochter: ‚Wenn du die Wahl zwischen zwei alten Männern hast, nimm den älteren.‘“

Dann wies er darauf hin, dass im Publikum ein Urenkel von ihm sei, und sagte: „Sollten Sie jemanden weinen hören – das ist die Mutter des Kindes, die ihm meine Ansichten zu geerbtem Vermögen erklärt.“

## Folien

Folien sind wichtig. Buffett zeigt nur dann Folien, wenn er eine klare Botschaft vermitteln möchte. Die erste Folie führte stichpunktartig die Ergebnisse von Q1 auf. Auf der zweiten Folie war das beeindruckende Tempo zu sehen, in dem Berkshires operativer Gewinn nach Steuern seit 1999 gewachsen ist.

Folie eins: Der Reingewinn im ersten Quartal stieg von 5,2 Milliarden auf 5,6 Milliarden Dollar, jedoch fiel der operative Gewinn von 4,2 Milliarden auf 3,7 Milliarden Dollar.

Buffett erläuterte, dass sich die Gewinne aus dem Versicherungsgeschäft aufgrund von Schäden durch Hagelstürme und Naturkatastrophen halbiert hätten. Im Eisenbahngeschäft seien weniger Waggonladungen bewegt worden, was den Gewinn gedrückt habe. Durch die Zukäufe Precision Castparts und Duracell seien die Gewinne aus der verarbeitenden Industrie gestiegen. Gewinne aus Kapitalanlagen und Derivaten hätten den Reingewinn um etwa 900 Millionen Dollar gesteigert.

Folie zwei: Diese Folie war von größerer Bedeutung. Buffett zeigte, wie sich seit 1999, dem Jahr der Übernahme von MidAmerican Energy, der jährliche Betriebsgewinn nach Steuern und pro Aktie entwickelt hat. Zu sehen ist ein steter Anstieg des operativen Gewinns von 0,67 Dollar auf 17,36 Dollar für das Jahr 2015, also eine deutliche Steigerung. Hinzu kommt, dass Berkshire das ohne Firmenbudget gelungen ist und ohne Prognosen zum Quartalsgewinn. Stattdessen hat sich das Unternehmen

darauf konzentriert, seine Ertragskraft nachhaltig und zunehmend zu steigern.

Die Grafik führte zudem auf, wie sich die realisierten Investmentgewinne entwickeln. Die Kurve verläuft natürlich unregelmäßig und schwankt von 0,89 Dollar im Jahr 2000 über einen Verlust von 4,65 Dollar im Jahr 2008 bis zu 6,73 Dollar Gewinn im Jahr 2015. Insgesamt beliefen sich die realisierten Investmentgewinne und Kapitalerträge für diesen Zeitraum auf 32,39 Dollar.

Wir bitten zu beachten: 2015 erreichte der operative Gewinn 17,36 Dollar und entsprach damit 50 Prozent der Gesamtsumme an realisierten Gewinnen und Kapitalerträgen für 17 Jahre.

Diese Folie macht ganz deutlich, wie weit sich Berkshire davon entfernt hat, einfach ein Investmentunternehmen zu sein. Heute ist es ein Machtzentrum operativen Gewinns und verfügt darüber hinaus über einen umfassenden Investmentbestand.

## Precision Castparts

32 Milliarden Dollar hat Berkshire für Precision Castparts (PCP) hingeblättert, einen Hersteller von Teilen für die Luft- und Raumfahrt. Es ist die größte Transaktion in der Firmengeschichte.

Der wichtigste Vermögenswert bei diesem Geschäft sei PCP-CEO Mark Donegan, sagte Buffett. Donegan sei einer der außergewöhnlichsten Manager, die er je kennengelernt hat, ein ganz besonderer Mensch.

Davon abgesehen bringt es Buffett zufolge auch PCP Vorteile ein, ein Teil von Berkshire zu werden: Donegan könne nun 100 Prozent seiner Zeit auf Turbinen verwenden, anstatt sich jedes Quartal mit Analysten-Telefonkonferenzen abzumühen, mit Verhandlungen über Kreditlinien und so weiter. Berkshire habe Precisions wertvollsten Vermögenswert – Donegan – genommen und dessen Wert noch gesteigert.

Um PCP zu führen, werde ein hervorragendes Management benötigt, betonte Munger.

Wir haben es hier mit einem ziemlichen Wandel gegenüber früher zu tun. Damals besaß Berkshire billige Aktien und leicht zu führende Firmen. Mittlerweile hat Berkshire gelernt, großartige Manager aufzutun, wodurch sich eine Möglichkeit ergibt, komplexere Firmen zu besitzen.

Bei den Bauteilen im Luft- und Raumfahrtsektor spielen Qualität und Zuverlässigkeit eine extrem wichtige Rolle. Verträge laufen über viele Jahre, insofern entscheiden sich die Kunden nicht einfach für das günstigste Gebot. PCP's Ruf sucht mit Hinblick auf Qualität seinesgleichen.<sup>1</sup>

## Zufriedenheit

Buffetts Formel zum Erreichen von Zufriedenheit ist einfach: „Das, was ich

gern tue, mit Menschen tun, die ich gernhabe.“ Er habe schon früh gelernt, dass er am liebsten sein eigener Arbeitgeber sei. So vermeide man Ärger.

Munger erzählte, jetzt, mit 92 Jahren, sei er so fasziniert wie zu keiner anderen Phase seines Lebens. Er wünschte, das wäre ihm früher klar geworden, aber auch das habe sein Gutes: „Mit 92 verfüge ich noch immer über jede Menge Ignoranz, an der ich arbeiten kann.“

## Rückversicherungen

Buffett traf so eine Art Prognose: Die nächsten zehn Jahre werden für das Rückversicherungsgeschäft nicht so gut wie die vergangenen zehn Jahre. Das liege – auch – an den extrem niedrigen Zinssätzen. In Europa seien die Renditen sogar negativ! Dabei bestehe doch der Gedanke beim Float darin, in *positive* Renditen zu investieren.

Allerdings ist Berkshire besser aufgestellt als die meisten anderen Rückversicherer. Dank seines Kapitalpolsters und der Struktur seiner Betriebsgewinne kann Berkshire beim Thema Float flexibler agieren, ebenso beim Verändern von Geschäftsmodellen. Alle anderen Rückversicherer sind an ein anderes Geschäftsmodell gebunden.

Jede Menge neuer Kapazitäten und heftiger Konkurrenzdruck würden dafür sorgen, dass das Geschäft langsamer laufe, räumte Munger ein. Neue Konkurrenz ist in Form von Versicherern aus Offshore-Regionen entstanden. Munger nörgelte, dass es sich dabei in Wahrheit eher um Anlagegeschäfte auf der Suche nach steuerfreundlichen Rechtssystemen handele.

Kurzum: Das Angebot ist gewachsen, die Nachfrage nicht.

## GEICO

Eine Frage: Progressive Direct hat eine Combined Ratio von 95,1, während GEICO auf 98,0 kam.<sup>2</sup> Was ist da los?

Buffett sagte, von einer entfernteren Perspektive aus betrachtet, ist der Autoverkehr deutlich sicherer geworden. Mitte der 1930er-Jahre gab es 32.000 Todesfälle pro Jahr, was 15 Toten pro 100 gefahrene Meilen entspricht. Heute ist dieser Wert auf einen Todesfall pro 100 gefahrene Meilen zurückgegangen. Vergangenes Jahr starben im Straßenverkehr 32.000 Menschen – genauso viele wie in den 1930er-Jahren, aber heute werden 15-mal so viele Meilen zurückgelegt.

Jahrelang waren die Werte zurückgegangen, dann hätten im vergangenen Jahr die Häufigkeit und die Schwere von Unfällen schlagartig und spürbar zugenommen, berichtete Buffett. Es wurde mehr gefahren und es wurde mehr *abgelenkt gefahren*. GEICO musste seine Prämien entsprechend anpassen und wird 2016 wieder besser abschneiden. Und das erkläre die höhere Combined Ratio.

Ihm gefalle GEICOs Modell weiterhin, so Buffett. GEICO habe in jedem

Bundesstaat der USA Progressive beim Marktanteil überholt. Sollte er 100 Jahre alt werden, werde er es möglicherweise noch erleben, dass GEICO an State Farm vorbeizieht.

Es sei keine Tragödie, wenn jemand anderes ein gutes Quartal habe, so Munger.

Seit Berkshire GEICO gekauft hat, hat sich der Marktanteil verfünffacht.

## Amazon

Die Entwicklung, die Amazon hingelegt hat, sei schon enorm, räumte Buffett ein. Es sei erstaunlich, was das Unternehmen alles in vergleichsweise kurzer Zeit erreicht habe. Indem es sich so unerbittlich darauf konzentrierte, Millionen Kunden zufrieden zu machen, habe sich das Unternehmen einen großen Vorteil aufgebaut. In diesem Punkt kann man Amazon nicht schlagen.

GEICO sei nur langsam auf das Internet umgestiegen, weil das Telefon so gut funktioniert habe. Allerdings erstaune es ihn, wie rasch sich der Schwerpunkt der Anfragen bei GEICO vom Telefon ins Internet verlagert habe, sagte Buffett. Es sei erstaunlich, wie rasch die amerikanische Bevölkerung das Internet angenommen habe. Verfügt man über ein gutes Unternehmen, werden viele Leute versuchen, es einem wegzunehmen. Insgesamt steht Berkshire Buffett zufolge mit seiner breiten Streuung von Unternehmen gut da.

Munger sagte, unter dem Strich habe das Internet Berkshire eher geholfen als geschadet.

## Coca-Cola

Auf den Einwurf, er nehme bei Zucker eine Long-Position ein, erwiderte Buffett, dass er von seinem Tagesziel von etwa 2.800 Kalorien 700 Kalorien in Form von Coca-Cola zu sich nehme. Er habe für sich beschlossen, 700 Kalorien auf eine Art und Weise zu konsumieren, die ihm während der Aufnahme ein gutes Gefühl vermitteln.

Coca-Cola liefert über 1,9 Milliarden Portionen à acht Flüssigunzen täglich (acht Flüssigunzen sind 0,237 Liter) aus, das entspricht 693 Milliarden Portionen pro Jahr. Bei einer Weltbevölkerung von 7,4 Milliarden Menschen macht das fast 100 Portionen pro Kopf. Er halte es für falsch, Coke die Schuld an all der Fettleibigkeit in der Welt zu geben, so Buffett. Der Schlüssel bestehe darin, sich dafür zu entscheiden, nicht mehr Kalorien zu sich zu nehmen als nötig.

Buffett selbst liebt Fudge und Erdnusskaramell und wünscht sich, er hätte einen Zwilling, der sich ausschließlich von Brokkoli ernähre. Er wisse, er wäre glücklicher als dieser Zwilling.

Zum Thema Gesundheit und Lebenserwartung führte Buffett an, dass es in

den Vereinigten Staaten mittlerweile 10.000 Männer und über 45.000 Frauen gebe, die mindestens 100 Jahre alt seien. Wollte er wirklich länger leben, müsste er sich einer Geschlechtsumwandlung unterziehen, schließlich werde er dann mit 4,5-fach höherer Wahrscheinlichkeit 100 Jahre alt, scherzte Buffett.

Um den öffentlichen Diskurs aufzuwerten, meldete sich Munger mit Mungers Gesetz zu Wort: „Wer die Nachteile anführt, muss auch die Vorzüge angeben.“

Das sei so, als würde man den Flugverkehr verbieten, weil 100 Menschen bei einem Flugzeugabsturz ums Leben gekommen sind. Buffett mag Erdnusskaramell und Getränke mit Geschmack. Es sollte den Menschen möglich sein, das zu tun, was sie tun wollen. Im klassischen Munger-„Understatement“ erklärte er: „Wer die Nachteile anführt, ohne die Vorzüge zu nennen, ist unreif und dumm.“

Später ging Munger sogar noch weiter und deutete an, wenn man anderer Meinung als sein Gegenüber sei, müsse man die Gegenseite besser als sie selbst verstehen, bevor man zu einer Erwiderung ansetze.

## Erneuerbare Energien

Die Zentralregierung in Washington versuche, Produzenten erneuerbarer Energien mit einer Steuergutschrift in Höhe von 2,3 US-Cent pro Kilowattstunde zum Ausbau der Kapazitäten zu bewegen. Diese Subvention hat den Vorteil, dass sie den globalen Ausstoß an CO<sub>2</sub> senkt. Die Kosten der Steuergutschrift tragen die Bürger in Form geringerer Steuereinnahmen. Indem die erneuerbaren Energien Kohle und Erdgas ersetzen, kommen die Vorteile nicht nur den amerikanischen Bürgern zugute, sondern der gesamten Welt.

Berkshire verfügt über ein hohes steuerpflichtiges Einkommen und reichlich Kapital, insofern wird das Unternehmen weiterhin große Lust an der Entwicklung erneuerbarer Energien haben.

Darüber hinaus biete Berkshire Energy seine Dienste zu sehr niedrigen Preisen an, sagte Buffett. Der Wettbewerber Alliant (der nicht im Bereich Erneuerbare aktiv ist) benötigt in Iowa eine Preisanhebung, während bei Berkshire vor 2029 keine erforderlich ist. Die Zusammenarbeit mit den Regulierern in Iowa sei fantastisch und sie würden zum Ausbau der Kapazitäten im Bereich erneuerbare Energien ermutigen.

Munger fasste zusammen: Berkshire leiste mehr als seinen Anteil und verlange niedrigere Sätze.

Er erzählte von der Kooperative Nebraska Public Power District, wo man sehr stolz auf das bislang Erreichte sei. Heute allerdings sei auf der anderen Seite des Flusses in Council Bluffs, Iowa, einem aufkommenden Technologie-Standort, der Strom günstiger. Google und ähnliche Unternehmen ziehen

dort hin, weil ihre gewaltigen Serverparks einen enormen Strombedarf haben.

## Derivate und Unterbrechungen

Derivate seien noch immer gefährlich, mahnte Buffett. Besonders gefährlich sei es, wenn es zu vollständigen Unterbrechungen des Wirtschaftssystems komme, wie beim Ausbruch des Ersten Weltkriegs, nach dem 11. September 2001 und am 19. Oktober 1987, dem Schwarzen Montag. Es sei fast unumgänglich, dass es irgendwann zu einem schweren Angriff mit Atomwaffen, Biowaffen oder im Cybernetz komme. Zu solchen Zeiten könnten sich in den Positionen gewaltige Lücken auftun.

Mit Derivaten handele Berkshire nur auf gesicherter Grundlage, erklärte Buffett. Man sei auch nach einem Jahrzehnt wohlwollender Stimmung am Markt noch dabei, das Derivatebuch von General Re zu verschmälern.

Für Buffett sind Derivate noch immer eine mögliche Zeitbombe im Wirtschaftssystem, während Munger zusammenfasste: „Uns wäre es lieber, wenn Derivate illegal wären.“

## Float

Buffett ist ganz verliebt in die Vorstellung, den Float, der auf 88 Milliarden Dollar angewachsen ist, zu steigern. 50 Milliarden Dollar stecken in US-Bundesanleihen, weitere 8 Milliarden Dollar stammen von den Kraft-Heinz-Vorzugsaktien, sodass Berkshire auf knapp 60 Milliarden Dollar an Barmitteln zurückgreifen kann.

Für jeden, der in Festverzinsliche investiert ist, sind die niedrigen Zinsen ein Problem. Allerdings besitze Berkshire dermaßen viel Kapital und dermaßen viele Ertragsquellen, dass es seinen Float so einsetzen könne, wie es anderen Versicherern unmöglich sei, sagte Buffett.

Munger: „Dem habe ich nichts hinzuzufügen.“

Buffett: „Er läuft jetzt unter Volldampf.“

## Eisenbahnen

Die Aktien von Eisenbahnunternehmen haben an den Börsen etwa 35 Prozent eingebüßt, deshalb wurde Buffett gefragt, ob es sich um einen langanhaltenden oder einen zyklischen Rückgang handele.

Ein Rückgang bei der Nutzung von Kohle sei vermutlich von längerer Dauer, sagte Buffett. Dass die Kohlebestellungen in jüngerer Vergangenheit nachgelassen haben, sei jedoch überbewertet worden und hänge auch damit zusammen, dass die Versorgerbetriebe noch über hohe Reserven verfügen und deshalb vorübergehend weniger als sonst bestellt haben.

Alles in allem gab sich Buffett unverzagt und verkündete: „Wir lieben

Burlington Northern Santa Fe.“

Man solle den Fortschritt des Unternehmens nicht am Auf und Ab an den Börsen messen, empfahl Buffett und schloss: „Es ist ein sehr gutes Unternehmen und wir werden es bis in alle Ewigkeit besitzen.“

Später erzählte Buffett noch, dass die Abwertung bei der Eisenbahn zu gering ausgefallen sei und dass Berkshire mehr Geld in die Hand nehmen müssen, um die Eisenbahnen in Form zu halten. 2015 hatte Berkshire im Rahmen seiner Aufholbemühungen 5,7 Milliarden Dollar investiert und Wertminderungen im Volumen von 3,4 Milliarden Dollar vorgenommen.

Gemessen in Tonne pro Meile komme BNSF auf mehr Bruttoumsatz als jede andere Eisenbahn in Nordamerika. Allerdings verschiebe sich die Zusammensetzung dieser Umsätze.

Bei der Kohle wird es keine weitere Expansion geben. Die Investition in das Ölschieferfeld Bakken ist vernünftig, wird aber in Zukunft langsamer vorangehen. Was den Güterzugverkehr angeht, suche BNSF weiter nach Wachstumsmöglichkeiten.

## Eine Einführung

Buffett lobte Andy Hayward und dessen Zeichentrickserie „Secret Millionaires Club“. Er habe Tausenden Kindern beigebracht, mit Geld umzugehen, Freunde zu finden und bessere Bürger zu werden.

Er erinnerte die Leute daran, dass der Kauf einer Aktie bedeute, Teileigner eines Unternehmens zu werden. Man solle sich nicht an den täglichen Kursschwankungen abarbeiten, sondern stattdessen über die Geschäftsentwicklung nachdenken und darüber, was man für das Unternehmen zahlen würde. Ganz so wie beim Kauf eines Bauernhofs.

Munger warf ein, dass es nicht einfach sei, aber man solle sich nach Menschen umsehen, denen man beim Umgang mit Investitionen Vertrauen entgegenbringen könne.

Der amerikanischen Wirtschaft werde es auf lange Sicht gut gehen, bekräftigte Buffett seine Einschätzung. Man solle nicht eifersüchtig sein, sondern seinen eigenen Weg gehen.

## Solarpolitik in Nevada

Debattiert wurde auch über eine umstrittene Entscheidung der für Versorgerbetriebe zuständigen Kommission in Nevada. Die Nevada Public Utility Commission hatte entschieden, ein Rabattierungsexperiment zu beenden, im Rahmen dessen Haushalte mit Solardächern Strom zu vergünstigten Bedingungen an die E-Werke verkaufen konnten. Das führte im Grunde dazu, dass 99 Prozent der Hausbesitzer über erhöhte Strompreise das eine Prozent subventionierten, das über Solaranlagen auf dem Dach

verfügte.

Buffett schien der Entscheidung zuzustimmen. Die entscheidende Frage sei doch: „Wer bezahlt die Subventionierung?“ In diesem Fall, so Buffett, sei es nicht richtig, dass 99 Prozent einen höheren Preis bezahlen müssen, damit ein Prozent einen Nutzen davon hat. Wenn allerdings die ganze Gesellschaft davon profitiere, sollte die Gesellschaft auch die Rechnung begleichen.

Greg Abel warf ein, dass Berkshire ganz entschieden für erneuerbare Energien sei, aber zum Marktpreis, nicht zu subventionierten Preisen. Er erklärte weiter, dass 76 Prozent von Berkshires mit Kohle betriebenen Anlagen bis 2019 durch solche ersetzt sein werden, die mit Solarenergie laufen.

## Bildung in Amerika

In Amerikas höherem Bildungswesen seien Monopole und Bürokratie weit verbreitet, sagte Buffett. Wer für das Bildungswesen mehr finanzielle Effizienz fordere, heule in den Wind.

Munger stimmte ihm zu und erklärte, eine reiche Gesellschaft sei gegenüber den jungen Menschen genauso verpflichtet wie gegenüber den alten. Die Zahl der Stiftungen sei gestiegen, aber es sei weder ein Sinken der Studiengebühren zu bemerken noch eine Steigerung bei den Studentenzahlen. Das Einzige, was gestiegen sei, seien die Gehälter der Professoren. Für zu viele Schulen bestehe der Sinn und Zweck einer Stiftung darin, eine noch größere Stiftung zu erschaffen.

Munger unterbrach sich selbst: „Ich habe schon genug Feinde, ich kann mir nicht noch mehr leisten.“

Daraufhin Buffett: „Das hat ihn doch früher auch nicht gestört.“

## Trump oder Clinton?

Buffett erklärte, Berkshire werde es gut gehen, egal, wer der Sieger der Präsidentschaftswahlen sei.

Obwohl die Steuerlast viele Jahre bei 50 Prozent lag und es Preiskontrolle, Regulierungen und andere Einschränkungen gab, hat sich die amerikanische Wirtschaft in den vergangenen 200 Jahren außerordentlich gut entwickelt. Amerika ist ein außerordentlich attraktiver Standort für geschäftliche Unternehmungen. Das Pro-Kopf-BIP hat sich zu Lebzeiten Buffetts versechsfacht, wie er erklärte.

Das gesamtwirtschaftliche Produktionsergebnis sieht sehr gut aus, aber die Aufteilung dieses Ergebnisses greift zu kurz. Die BIP-Zahlen würden die wahren Vorteile, die das System den Menschen gebracht habe, nicht ausreichend widerspiegeln, sagte Munger. Es handele sich um Vorteile, die sich nicht einfach so monetär erfassen lassen.

Buffett hinterfragte, wie man denken könne, dies sei ein schlechter



Zeitpunkt, Kinder zur Welt zu bringen. Wer so denke, liege falsch. Man sehe sich bloß das Innovationstempo an. Allein bei Telefonen gebe es heute zahlreiche Auswahlmöglichkeiten, die vor 20 Jahren nicht zur Verfügung standen.

## Rentabilität von Banken

Die Rentabilität von Bankgeschäften lasse sich durch Kapitalanforderungen komplett auf den Kopf stellen, sagte Buffett. Bei 100 Prozent Eigenkapitalanforderung könne man kein Geld verdienen, bei einem Prozent seien die Risiken für das System viel zu groß. Neue, härtere Kapitalanforderungen an Banken würden auf jeden Fall die Rentabilität der Großbanken beschneiden, sie aber auch weniger risikobehaftet machen.

Wells Fargo ist aktuell Berkshires größtes einzeln handelbares Wertpapier. Buffett mag das Unternehmen mit seiner gewaltigen Basis an sehr billigen Termineinlagen sehr. Leider muss Wells Fargo aktuell Darlehen zu niedrigen Sätzen gewähren, aber Buffett ist überzeugt, dass die Margen früher oder später von Vorteil für Wells Fargo sein werden.

## Aktivisten

Dass Berkshire bereit ist, Aktien zurückzunehmen, werde dafür sorgen, dass der Aktienkurs in etwa im Rahmen eines vernünftigen Marktwerts bleiben werde, sagte Buffett. Es sei unwahrscheinlich, dass Berkshire zerschlagen wird.

Die Besorgnis über aktivistische Aktionäre sei gut für Berkshire, sagte Munger. Berkshire sei ein großartiger Verbündeter, wenn ein Unternehmen unter Beschuss gerät.

## Sequoia Fonds

Der Sequoia Fonds und seine peinliche Übergewichtung von Valeant war ein Thema der Diskussionen. Er sei der Vater des Fonds, wurde Buffett nostalgisch.

Als er 1969 die Buffett Partnership beendete, wollten die Partner wissen, wie es weitergehen solle. Buffett regte an, Geld in Kommunalanleihen zu stecken, und empfahl dann nur zwei hervorragende, begabte und integre Manager – Sandy Gottesman und Bill Ruane.

Gottesman übernahm einzelne Klienten, während Ruane für Kunden mit bescheidenen Mitteln den Sequoia Fonds gründete. Bis zu seinem Tod im Jahr 2005 leistete er fantastische Arbeit.

Bei Valeant setzte sich die Sequoia-Geschäftsführung über Bedenken des Boards hinweg und baute eine ungewöhnlich große Position auf.<sup>3</sup> Der Manager, der bei Sequoia vorrangig verantwortlich dafür war, hat das

Fondsunternehmen mittlerweile verlassen. Das Valeant-Geschäftsmodell wies enorme Fehler auf und war auch Berkshire angeboten worden.

Das Debakel rund um Valeant spreche für die Gültigkeit eines Grundsatz, den Peter Kiewit aufgestellt hat, sagte Buffett: „Wenn Sie einen Manager benötigen, suchen Sie nach jemandem mit Intelligenz, Energie und Integrität. Besitzt die Person Letzteres nicht, sorgen Sie dafür, dass auch die ersten beiden Sachen fehlen. Mangelt es an Integrität, ist es mir lieber, so jemand ist dumm und faul.“

Gewisse Dinge hätten sie immer wieder erlebt, sagte Buffett. Valeant wies Elemente eines Kettenbriefs auf – etwas, das vielen Wall-Street-Geschichte eigen zu sein scheint.

Bei dem Team, das Sequoia jetzt in die Zukunft führe, handele es sich seines Erachtens um fähige Leute, sagte Buffett. Munger stimmte dem zu. Der neu aufgestellte Sequoia Fonds sei seriös, das Problem beseitigt. Valeant dagegen sei ein Drecksloch und diejenigen, die es erschaffen haben, würden nun bekommen, was sie verdienen, sagte Munger.

## Neues zur Wette

Buffett hat mit Protégé Partners gewettet, dass sich der S&P 500 in den zehn Jahren ab 2008 besser entwickeln wird als eine Reihe ausgesuchter Hedgefonds. Jetzt verkündete er den Zwischenstand: Zum Jahresende 2015 wies der S&P 500 ein Plus von 65 Prozent auf, die Hedgefonds von Protégé dagegen kamen auf 22 Prozent Zuwachs.

Buffett betonte noch einmal, was er von der Vergütung von Hedgefonds-Managern hält: „Sie bekommen zwei plus zwanzig allein schon dafür, dass sie atmen!“<sup>4</sup> Insgesamt sollten die Renditen aller verwalteten Fonds im Durchschnitt liegen, aber bei Hedgefonds erhält man den Durchschnitt abzüglich der großzügigen Kosten.

Hinzu kämen noch die Beratergebühren. Würden einem die Berater sagen: „Kaufen Sie sich einen Indexfonds auf den S&P 500 und legen Sie ihn 50 Jahre weg“, würden sie nicht allzu viel in Rechnung stellen können. Die hyperaktiven Händler und ihre „Helfer“ agieren praktisch wie eine Art Steuer auf das System.

Kurzum: Kaufen Sie sich einen Indexfonds auf den S&P 500. So vermeiden Sie die Gebühren und partizipieren an der Leistung der amerikanischen Wirtschaft. Neu ist diese Empfehlung keineswegs. Buffett erwähnte *Where Are the Customers' Yachts?*, Fred Schweds Klassiker aus dem Jahr 1940.<sup>5</sup> An der Wall Street werde weitaus mehr Geld damit gemacht, Talente zu verkaufen, als in Talente zu investieren, sagte Buffett.

Munger wiederholte noch einmal, wie schwierig es sei, Menschen zu finden, denen man vertrauen könne. Das sei wie die Suche nach der Nadel im Heuhaufen.

Buffett wiederholte, er habe 1969 nur zwei Empfehlungen gehabt: Gottesman und Ruane.

Mehr nicht.

## Kultur

Voller Freude erklärte Buffett, dass bei Berkshire das Board, das Management und die Aktionäre die Unternehmenskultur zweifelsohne anerkennen und akzeptieren. Sie funktioniere und es gebe in diesem Bereich nicht viel Konkurrenz. Das Hauptproblem stelle die Größe des Unternehmens dar. Zu einem nicht unerheblichen Ausmaß ist Größe ein Feind der Leistung.

Er sei optimistischer, sagte Munger. Alle würden noch überrascht sein, wie gut die Unternehmenskultur von Berkshire funktioniere. So viel Macht an einem Ort und so wenig Fluktuation. Bemerkenswert lang beschäftigte Mitarbeiter, die ihre Arbeit nicht des Geldes wegen tun.

Buffett nannte drei Kriterien, nach denen Berkshire seine Board-Mitglieder aussucht: Sie müssen firm sein als Unternehmer. Sie müssen aktionärsorientiert sein. Sie müssen ein spezielles Interesse an Berkshire haben. Er betonte, dass Berkshire über das bestmögliche Board verfüge. Alle Mitglieder hätten auf dem offenen Markt Anteile an dem Unternehmen erworben. Aktienoptionen gebe es nicht. Häufig würden Board-Mitglieder allein schon dafür, dass sie noch atmen, Optionen erhalten, beklagte Buffett.

Er riet uns, wir sollten uns das Weihnachtsbild im Jahresbericht genauer ansehen. Er hoffe, es werde nächstes Jahr ganz genauso aussehen. Es sei eine erstaunliche Gruppe. Keine Ausschüsse. Keine provisorischen Arbeitskreise. Eine gemeinsame Anstrengung aller.

## Aktienrückkauf bei Berkshire

Berkshire bietet an, seine Aktien zu 120 Prozent zurückzukaufen. Auf Nachfrage räumte Buffett ein, dass es keine Käufe gegeben habe, weil der Aktienkurs bislang schlicht nicht auf dieses Niveau gefallen sei. Die Idee allerdings gefällt ihm sehr. Der schnellste Weg, Geld zu verdienen, sei es, Dollarscheine für unter einen Dollar das Stück zu kaufen.

Langfristig betrachtet ist das Rückkaufprogramm ein Fangnetz, das gewährleisten soll, dass die Null-Dividenden-Politik mehr Rendite einbringt als die tatsächliche Zahlung von Dividenden. Es ist wahrscheinlich, aber nicht sicher, dass es funktioniert.

Der Abstand zwischen Berkshires innerem Wert und dem Buchwert sei gewachsen, sagte Buffett. Wenn Berkshire irgendwann einmal über 100 Milliarden oder 120 Milliarden Dollar an Barmitteln verfüge, werde man möglicherweise die Grenze für den Rückkauf anheben müssen.

Aktienrückkäufe seien in Mode, werden von den Beratern verkauft und würden oftmals zu Wertvernichtung führen, sagte Munger.

Buffett warf ein, dass die meisten Rückkäufe zu einem beliebigen Preis durchgeführt würden, was keinerlei Sinn ergebe. Nur selten sei eine Logik hinter den Preisen zu erkennen und alle Rückkäufe, bei denen ein Preis oberhalb des inneren Werts bezahlt wird, würden Werte vernichten.

„Ein volles Portemonnaie ist wie eine volle Blase“, so Buffett. „Man bekommt rasch das Gefühl, Druck ablassen zu müssen.“

## Nebraska Furniture Mart

Das neue Ladengeschäft des Nebraska Furniture Marts in Dallas habe anfangs derart viel Umsatz gemacht, dass man überhaupt nicht mehr hinterhergekommen sei, erzählte Buffett. Es habe eine Weile gedauert, bis die Lieferungen dem üblichen Standard entsprochen hätten.

Bereits jetzt ist in Dallas ihr größtes Ladengeschäft und schon bald wird es 1 Milliarde Dollar Umsatz machen. Mit dem Nebraska Furniture Mart kämen Preise und eine Auswahl nach Dallas, wie man sie dort noch nicht gesehen habe.

## Vorsicht vor CNBC

Die Rede ist nicht vom amerikanischen Fernsehsender, sondern von Cyber-, Nuklear-, Biochemie- und Chemiewaffen. Es war ein ernster Exkurs, bei dem Buffett erzählte, „CNBC“ sei sein Kürzel für die größten Probleme der Welt. Er warnte, es sei nur eine Frage der Zeit, bis diesbezüglich etwas geschehe. Ein gewisser Teil der Bevölkerung sei geistesgestört, größenwahnsinnig oder von religiösem Fanatismus gepackt.

Und das Problem nehme zu, wenn statt drei Milliarden 7,4 Milliarden Menschen die Erde bevölkern. Außerdem seien wir über das Stadium von Pfeil und Bogen oder Speeren hinaus, insofern sei auch der mögliche Schaden, den diese Menschen anrichten können, gewachsen. Als 1945 die Atombombe auf Japan abgeworfen wurde, haben wir eine Zerstörungskraft freigesetzt, wie sie die Welt nie zuvor erlebt hatte. Und verglichen mit dem, was wir heute anrichten könnten, war die Atombombe von damals kaum mehr als ein Silvesterböllchen.

Buffett empfahl, sich auf der Webseite der Union of Concerned Scientists ausführlicher zu informieren. Es handele sich in allererster Linie um ein Problem der Regierung und das Thema habe Priorität für jeden Präsidenten.

Man könne die Theorie aufstellen, dass Hitler die Atombombe gehabt hätte, wäre er nicht so antisemitisch gewesen und hätte alle Wissenschaftler aus dem Land gejagt, so Buffett. Es war Leo Szilard, der Einstein dazu brachte, sich als Mitunterzeichner für ein Schreiben an Franklin D. Roosevelt zur Verfügung zu stellen. Es war dieses Schreiben, das den damaligen US-Präsidenten bewegte, das Manhattan Project voranzutreiben. Die eine oder die andere Seite hätte also ohnehin die Atombombe entwickelt.

Das Schadenspotenzial sei gewaltig, sagte Buffett mit Blick auf 9/11 und die Milzbrand-Briefe. Und wir wüssten noch immer nicht, was wir dagegen unternehmen können. Es sei ein hartnäckiges Problem. Er wiederholte seine Warnung: Wenn etwas mit 99,99-prozentiger Wahrscheinlichkeit nicht eintritt, heißt das, dass es früher oder später eintreten wird.

## Die Einzelheiten

Auf die Frage nach den Ursachen für ihren Erfolg erzählte Buffett, dass er und Charlie sehr viel lesen. Ihm komme es vor allem auf Mikrofaktoren an, weniger auf die Makrofaktoren, die oftmals all die Aufmerksamkeit einheimsen. Er möchte lieber alle Einzelheiten eines Unternehmens kennen.

Buffett erinnerte sich daran, dass See's Candy 1972 insgesamt 140 Ladengeschäfte betrieb. Man habe sich jeden einzelnen Laden ansehen und nachlesen können, wie die Geschäfte im ersten Jahr liefen, wie im zweiten, im dritten und so weiter. Das war sehr interessant. Man wisse nie, wann welche Tatsache einmal von Nutzen sein könnte.

Buffett verglich das Ganze mit Baseball: Jeder einzelne Spielzug ist interessant und dann kommt es auf einmal zum Double Steal.<sup>6</sup>

## Prognosen zum freien Cashflow

Eine Frage zum freien Cashflow war Ausgangspunkt für einen reizvollen Exkurs zum Wert guter Mentoren. Buffett begann, indem er Berkshires latente Steuerforderungen (etwa 21 Milliarden Dollar auf rund 60 Milliarden Dollar an nicht realisierten Gewinnen), den Float (88 Milliarden Dollar) und die Abwertungen durchging.

Berkshire werde auf viele Jahre hinaus sowohl bei Burlington Northern Santa Fe als auch bei Berkshire Hathaway Energy eine Summe investieren, die höher ist als der Wertverlust.

Der operative Jahresgewinn (etwa 17 Milliarden Dollar) und die Steigerung des Floats würden Berkshires neuen Netto-Barmitteln entsprechen, so Buffett. Wenn es darum gehe, eine Verwendung für diese Lawine an Cashflow zu finden, könne man viele Fehler machen. Ziel sei es, jedes Jahr Berkshires übliche Ertragskraft pro Aktie auszubauen.

Der Schlüssel zum Erfolg sei es, sich nicht zum Sklaven der üblichen Beschränktheiten zu machen, witzelte Munger. Wenn einem das gelinge, werde man gut zurechtkommen. Warrens Talent sei es, der Menge gedanklich voraus zu sein und dabei klar zu beobachten.

Buffett zitierte den amerikanischen „Baseball-Philosophen“ Yogi Berra: „Man sieht eine Menge, wenn man nur beobachtet.“

Sie würden miterleben, wie sehr clevere Leute sehr dumme Dinge tun, sagte Buffett: Reiche Leute, die sich überschulden oder anderes, selbstzerstörerisches Verhalten an den Tag legen.

Gefordert sei die richtige Form von Opportunismus in Kombination mit Geduld, verbunden mit dem Bemühen, sich anständig zu verhalten, warf Munger ein. Er zitierte den Prediger, der auf dem Begräbnis seines Großvaters sagte: „Niemand neidete dem Mann seine so ehrlich gewonnenen und so weise eingesetzten Erfolge.“ Es gehe nicht nur darum, klug zu sein, sondern die Dinge auch auf eine gute Art und Weise zu tun.

Was folgte, war eine Reminiszenz an frühere Mentoren. Munger sagte, Warrens Onkel Fred sei einer der besten Menschen gewesen, die er je kennengelernt habe.

Buffett erwähnte seine vier Tanten, die allesamt seine guten Eigenschaften verfestigt hätten. Daraufhin scherzte Munger, er wünschte, Warren hätte noch mehr Tanten gehabt, dann hätte er noch mehr erreicht.

Munger erzählte, wie Warrens Großvater Earnest sie als Jungen im Buffettischen Lebensmittelgeschäft hart rannahm und ihnen dann Vorträge über das Thema Eigenständigkeit hielt.

Sie könnten sich sehr glücklich schätzen, dass sie von solchen Leuten umgeben waren, fasste Buffett zusammen.

## Übernahmen: Qualität des Geschäfts + Qualität der Menschen

Bei einer Übernahme sei es am wichtigsten, die grundlegenden wirtschaftlichen Eckdaten des Unternehmens zu kennen und zu verstehen, sagte Buffett.

Die typische Due-Diligence-Prüfung erfasse nicht die wirklichen Risiken, sagte er. Ihm würden aus dem Stand ein halbes Dutzend Fehler einfallen, von denen nicht ein einziger durch eine Checklist hätte vermieden werden können. Es gehe einzig um die künftige wirtschaftliche Entwicklung.

Ein Beispiel: Wenn man einem Manager 1 Milliarde Dollar für ein Unternehmen bezahlt, das ihm bislang zu 100 Prozent gehörte, wird er sich auch künftig so verhalten, wie er es bislang getan hat? Das sei eine immens wichtige Frage, stehe aber auf keiner Checklist.

Munger stimmte zu: Es laufe alles auf die Qualität des Unternehmens und die menschliche Qualität des Managements hinaus. Nichts davon lasse sich durch eine gründliche Prüfung der Bücher gewährleisten. Er kenne niemanden, der bei Zukäufen bessere Arbeit geleistet habe als Berkshire, sagte er.

Buffett ergänzte, dass er anderen gerne Vertrauen entgegenbringe und dass einem seinerseits dann meistens Vertrauen geschenkt werde. So halte man die Dinge in Bewegung.

Zusätzlich hat Buffett wirklich fähige Menschen gefunden, die sehr viel leisten. Es gibt nichts, was talentierte Menschen nicht erreichen können. Berkshires Manager haben im Laufe der Jahre Milliarden Dollar zum Wert

des Unternehmens beigetragen, sagte Buffett.

Munger wies darauf hin, dass das Gegenteil zutreffe: „Nicht nur, dass man den Fähigsten am leichtesten vertraut, man kann auch die Unfähigen nicht positiv beeinflussen. Wer seine fünf Sinne beieinander hat, kann gar nicht anders, als unser System zu verwenden.“

## 3G Capital Partners und Kostensenkungen

Weil es bei Kraft Heinz den Rotstift angesetzt hat, ist 3G Capital Partners in die Kritik geraten. Buffett sprang 3G bei und zitierte den Cap-Cities-CEO Tom Murphy: „Die beste Methode ist die, niemals eine Person einzustellen, die man nicht benötigt. Dann muss man auch niemals jemanden entlassen.“

In allen möglichen Unternehmen gebe es Menschen, die nicht viel tun, deutete Buffett an. Er würde beispielsweise seinen Chefökonom und die Abteilung für Investor Relations entlassen. Seiner Einschätzung nach befolge 3G eine extrem intelligente Personalpolitik. Bei Fertigteilsnahrungsmitteln seien die Nachfragetrends nicht gut, insofern seien einige Einschnitte erforderlich.

Zu bestimmten Zeiten das Absatzvolumen zu drosseln, könne ein sehr kluger Schachzug sein, sagte Munger. So, wie es Zeiten gebe, in denen man überschüssiges Personal loswerden müsse, könne es Zeiten geben, in denen man sich von einigen Kunden trennen müsse. Eine schlanke Belegschaft sei immer besser, schloss Munger.

Buffett erklärte, wenn sich erst in einem Bereich nachlässiges Denken breitmake, tauche es auch an anderen Stellen auf. Er empfahl als Lektüre *Die Nabisco-Story. Ein Unternehmen wird geplündert*. Dort könne man nachlesen, wie ein großartiges Unternehmen anfangen kann, nachlässig zu werden.

## Van Tuyl

Berkshire hat vergangenes Jahr für 4,1 Milliarden Dollar den Autohändler Van Tuyl übernommen. Buffett erklärte, dass ein Teil des Geschäftes Wertpapiere im Wert von 1 Milliarden Dollar gewesen sein, was bedeute, man müsse vom Kaufpreis 1 Milliarde Dollar abziehen! Darüber hinaus seien die wirtschaftlichen Zahlen gut und CEO Jeff Racher sei großartig.

## Negativzinspolitik

Buffett erklärte, ob auf 0 Prozent Zinsen minus 0,5 Prozent oder ob auf 4 Prozent 3,5 Prozent folgen, mache keinen Unterschied, fühle sich aber anders an.

Das Dramatischste daran ist, dass wir für einen so langen Zeitraum 0 Prozent Zinsen hatten. Das führt dazu, dass die Leute deutlich mehr für Unternehmen bezahlen, als sie es täten, wenn die Zinssätze beispielsweise 15

Prozent betrügen.

Amerika habe noch nie eine Negativzinspolitik erlebt, sagte Munger. Alle Anhänger von John Maynard Keynes seien wegen Japan seit 25 Jahren in Starre verfallen. Er dagegen habe den Vorteil, dass er wisse, dass er es nicht verstehe, so Munger: „Wenn Sie nicht verwirrt sind, haben Sie nicht gründlich genug darüber nachgedacht.“

„Dann habe ich gründlich genug darüber nachgedacht“, warf Buffett ein.

## Vergütung

Die richtigen Anreize seien von großer Bedeutung, sagte Munger. Man bekomme das, wofür man belohne. Wer Dummheit belohnt, wird dumme Resultate erhalten.

Bei GEICO gebe es nur zwei Variablen für das gestaffelte Bonusprogramm der 20.000 Mitarbeiter, sagte Buffett: erstens das Wachstum der laufenden Policen, zweitens die Rentabilität des reifen Geschäfts. Dieser Ansatz berücksichtige, dass Policen im ersten Jahr teuer seien. Er sei einfach, werde von jedem verstanden und bringe die Ziele der Eigner mit den Zielen der Belegschaft in Einklang.

Wie jedes Jahr zog Munger über Vergütungsberater her. Er erklärte, dass es wichtig sei, nicht nur Gewinne zu belohnen. Banken und Versicherer könnten auf dem Papier gewaltige Gewinne ausweisen, aber dann breche im nächsten Augenblick schlagartig eine Katastrophe über sie herein. Das sei ein wesentlicher Faktor bei dem Debakel um die Subprime-Hypotheken gewesen. Die Wirtschaftsprüfer ließen zu, dass sich Kreditgeber für die Vergabe von Darlehen an der bisherigen Kreditgeschichte orientierten. Das war verrückt und niemand habe sich dafür geschämt. Ein ausgesprochen gieriger CEO werbe andere aus der Branche an und erschaffe ein Pyramidensystem, damit es nicht so aussieht, als würde er das alles nur für sich tun. Aktienoptionen werden zu geringeren Preisen neu bewertet.

Hier unterbrach sich Munger selbst und erklärte abschließend, intelligente Vergütung sei nicht so kompliziert, wie es die Welt behaupte.

## Restrukturierungen

Eine Frage zu Restrukturierungen traf einen Nerv.

Munger schoss zurück: „Würden Sie Ihre Mutter töten, um an das Versicherungsgeld zu kommen?“ Berkshire habe niemals Restrukturisierungskosten gehabt und werde damit auch nicht anfangen.

Der Schlüssel hier sei, dass die Bilanzzahlen konservativ angegeben werden, so Buffett. Das einzige Understatement in der Berkshire-Bilanz sei die geringe Abschreibungssumme bei BNSF, aber darüber habe man hier offen gesprochen.



## Letzte Bemerkung

Munger: „Ich glaube, wenn man die Welt genau betrachtet, muss man das Ganze als Scherz ansehen, denn es ist alles so albern.“

- 1 Corey und ich haben am PCP-Stand in der Berkshire Mall 20 Minuten lang mit Donegan gesprochen. Er teilte Buffetts Einschätzung und erklärte, jeden Morgen danke er nun als allererstes dafür, dass Berkshire das Unternehmen übernommen habe. Er ist mehr als glücklich, nie wieder eine Telefonkonferenz mit Analysten abhalten zu müssen. Er erklärte uns auch, wie bei ihm Werksbesichtigungen laufen: Er frage die ganze Zeit „Warum machen wir das?“ und treibe sein Team ständig an, die Prozesse noch effizienter zu gestalten. Besonders beeindruckt hat uns Donegans Intensität. Wir haben das Gefühl, er leitet eine knallharte Leistungsgesellschaft. Wer sich gut selbst motivieren kann, sich hart ins Zeug legt und darauf aus ist, Ziele zu erreichen, wird es lieben, für ihn zu arbeiten. Wer es gerne etwas langsamer angeht, bewirbt sich besser nicht bei ihm. Dass PCP nun Zugang zu Berkshires Kapital hat, bringt aus unserer Sicht zwei radikale Veränderungen mit sich: Erstens kann PCP nun Zukäufe aggressiver angehen, zweitens kann PCP problemloser in die langfristige Entwicklung von Lieferverträgen investieren. Ist ein Kontrakt gewonnen, bringt er teilweise sieben Jahre lang oder noch länger Geld. Bei beiden Varianten kann es einem börsennotierten Unternehmen kurzfristig die Gewinne verhaseln, was manch einen Manager davon abhält, großartige, aber langfristig angelegte Investitionen zu tätigen. Donegan findet es fantastisch, dass er sich zu diesem Thema nicht länger den Kopf zerbrechen muss.
- 2 Die Schaden-Kosten-Quote (Combined Ratio) ist ein Maßstab für die Rentabilität eines Versicherers. Ein Wert unter 100 bedeutet, dass das Unternehmen rentabel arbeitet, insofern gilt: Je niedriger, desto besser.
- 3 Zeitweilig machte Valeant 30 Prozent des Fonds aus.
- 4 Zwei Prozent Verwaltungsgebühr und 20 Prozent der Gewinne.
- 5 Auszug aus dem Buch: „Sie rieten mir, diese Aktie für meinen Lebensabend zu kaufen. Das hat wunderbar funktioniert. Nach einer Woche war ich ein alter Mann.“
- 6 Anm. d. Übers.: Ein besonderer Spielzug im Baseball.



# 2017

**VERANSTALTUNGSORT** CenturyLink Center

**TEILNEHMERZAHL** 40.000

## EINZELHEITEN ZU DIESEM JAHR

- Das zweite Jahr in Folge konnte die Veranstaltung per Livestream über das Internet verfolgt werden, insofern bestand keine Notwendigkeit, nach Omaha zu reisen. Dennoch war die Zahl der Teilnehmer vor Ort so groß wie eh und je.
- Dazu beigetragen hat möglicherweise, dass Warren vergangenes Jahr einen zusätzlichen Einkaufstag einführte und die Berkshire Mall bereits am Freitag öffnete. Dieses Jahr waren die Aktionäre/ Einkäufer darauf eingestellt: Es war rappellvoll. Frühere Umsatzrekorde für die Jahreshauptversammlung wurden von den Schnäppchenjägern vermutlich problemlos übertroffen.
- Die Festlichkeiten begannen mit einem einstündigen Film. Zu sehen war auch ein Clip mit Munger aus der Aktionärsversammlung des *Daily Journal*. In dem Ausschnitt spricht er über das Leben als Nerd und über Dating. Er hat eine Verabredung mit einer blonden Schönheit, setzt sie versehentlich in Brand und löscht das Feuer mit Coke. Er ermutigt seine Mit-Nerds, hartnäckig zu bleiben. Vermutlich ist das etwas, was er sich unter einer inspirierenden Rede vorstellte.

**RANG IM FORTUNE 500** 2

- Vor Berkshire liegt jetzt nur noch Walmart.

**AKTIENKURS** 244.121 Dollar

Heutiger Wert eines 1964 investierten Dollar: **172.108 Dollar** Berkshires  
Buchwert pro Aktie ist von 19,46 Dollar auf **172.108 Dollar** (ein Zuwachs  
von durchschnittlich **19 Prozent** pro Jahr) gestiegen. Der S&P 500 legte  
im selben Zeitraum um durchschnittlich **9,7 Prozent** pro Jahr zu.

*[OceanofPDF.com](https://oceanofpdf.com)*

# HÖHEPUNKTE AUS DEN NOTIZEN FÜR 2017

---

## Gewinne für Q1

Buffett eröffnete die Veranstaltung, indem er die Gewinnzahlen für das erste Quartal vorstellte. Er handelte das Thema vergleichsweise kurz ab, aber es war dennoch eine ganz eigene Art Vortrag, unterstrich es doch so viele Elemente des Berkshire-Modells.

Der Gewinn pro Aktie betrug pro Quartal 4.060 Dollar, nachdem es im Vorjahr 5.589 Dollar gewesen waren. Doch die Zahlen sind nicht wichtig. Wichtig ist, *was sie bedeuten*.

Die zentrale Frage, die man sich stets stellen muss, lautet: „Ist der innere Wert gestiegen?“ Buffett ist ganz offensichtlich davon überzeugt, diese Frage mit Ja beantworten zu können, sodass es aus seiner Sicht ein gutes Quartal war.

So erklärte er stolz, dass GEICO seit Jahresbeginn über 748.000 neue Versicherungsnehmer gewonnen habe.<sup>1</sup> Die Wettbewerber hätten ihre Beiträge erhöht, die Schadenskosten haben in der Industrie deutlich zugenommen.<sup>2</sup> Einige Konkurrenten haben zudem beschlossen, weniger Neugeschäft anzunehmen. GEICOs Reaktion war weniger die einer Eidechse als vielmehr die eines Geparden: Das Unternehmen hat sein Neukundengeschäft beschleunigt.

Für Buffett gilt jeder Versicherungsnehmer als ein lebenslanger Quell an Beiträgen. Jede Police ist Berkshire um die 2.000 Dollar wert, insofern hat GEICO den inneren Wert von Berkshire allein in den vergangenen vier Monaten um rund 1,5 Milliarden Dollar gesteigert.<sup>3</sup>

Punkt zwei: Buffett wies darauf hin, dass Berkshires Float mit 105 Milliarden Dollar einen neuen Rekordwert erreicht hat. Das liegt in erster Linie an einem Geschäft mit AIG, bei dem Berkshire 10,5 Milliarden Dollar dafür erhielt, 80 Prozent aller langfristigen Risiken zu übernehmen, die AIG bis Ende 2015 abgeschlossen hatte.

Für AIG ist es ein guter Schritt. Auf diese Weise bekommt der Versicherer ein problembehaftetes Portfolio vom Hals, das die Gewinne drückte.<sup>4</sup> Gleichzeitig ist es eine gute Sache für Berkshire, da man viel Geld im Voraus bekommt (Stichwort „Float“), mit dem man arbeiten kann, während

eventuelle Ansprüche erst über einen Zeitraum von vielen Jahren geltend gemacht werden.

Indem er das Augenmerk auf diese beiden Dinge lenkte, vermittelte Buffett den Aktionären mehrere zentrale Lektionen:

Nicht die gemeldeten Gewinne sind wichtig, sondern die Entwicklung des inneren Werts. Noch einmal: Nicht die Zahlen sind wichtig, sondern was sie bedeuten.

Jedes Unternehmen besitzt einige einzigartige Faktoren, die eine zentrale Rolle bei der Bewertung seiner Fortschritte spielen. Häufig sind diese einzigartigen Faktoren nicht aus den gemeldeten Geschäftszahlen abzuleiten. In unserer kurzlebigen Welt konzentrieren sich Analysten und Medien oftmals auf die gemeldeten Gewinne und graben nicht tiefer.

Bei GEICO ist einer dieser zentralen Faktoren die Zahl der Versicherungsnehmer. Das ist es, was Buffett uns erklärt. Ein weiterer Faktor ist die Schaden-Kosten-Quote, daran lässt sich ablesen, wie rentabel (oder eben nicht) diese Versicherungen mit der Zeit sind. Dann ist da auch noch die Erzeugung von Float. Das sind bei GEICO die Dinge, auf die es ankommt – und sie alle wachsen auf gesunde Art und Weise. Vor allem das Wachstum der Versicherungsnehmer ist gestiegen.

Für das Versicherungsgeschäft bei Berkshire ist es wichtig, dass der Float zu geringen oder besser noch gar keinen Kosten wächst. 10,5 Milliarden Dollar auf einen Streich (was mal eben elf Prozent Plus darstellt) entspricht da einer deutlichen Steigerung des inneren Werts. Geht dieser Float mit geringen Kosten oder ganz ohne einher, dann verhält er sich praktisch wie Eigenkapital. Kein Wunder, dass Buffett sich so über das AIG-Geschäft freut.

Eine weitere Lektion ist: Berkshires Aufmerksamkeit ist immer zu 100 Prozent auf die Steigerung des langfristigen inneren Werts gerichtet. Schwankungen bei den Gewinnen werden da klaglos in Kauf genommen. Das verschafft Berkshire einen wesentlichen Vorteil gegenüber börsennotierten Wettbewerbern.

GEICOs Konkurrenten verzichten auf Marktanteil, um ihre Gewinnmargen zu schützen. Werden sie von Analysten, Aktionären und anderen Interessengruppen unter Druck gesetzt, sehen sich börsennotierte Firmen häufig gezwungen, eine langfristige vernünftige Entscheidung zugunsten einer kurzfristigen Befriedigung fallen zu lassen. Bei AIG bedeutet das: Weil Carl Icahn dem Unternehmen im Nacken sitzt, verzichtet es auf 80 Prozent seines vor 2016 aufgebauten Portfolios, damit die Quartalsgewinne besser aussehen. Diese Dynamik hat Berkshire im Laufe der Jahre eine Menge Nutzen eingebracht.

Punkt drei: Es unterstreicht, wie wichtig GEICO die Dynamik und ein vorderer Platz im Markt sind. Seit Langem ist GEICO der Niedrigpreisanbieter bei Kfz-Versicherungen. Darüber hinaus hat die Geschäftsführung massiv in das Ziel investiert, das Unternehmen immer

effizienter zu machen. Und als krönenden Abschluss hat sich GEICO durch jahrelange massive Marketingaktionen einen vorderen Platz im Markt erarbeitet. Wer weiß nicht, wo er bei seiner Kfz-Versicherung 15 Prozent sparen könnte?

Heben die Unternehmen die Preise an, sehen sich die Verbraucher nach Alternativen um. GEICO hat auf diese Entwicklung am Markt sofort und erfolgreich reagiert, indem es voll beim Werben um Neukunden durchstartete.

Punkt vier: Der Wert von Berkshires Fort-Knox-artiger Bilanz wird ebenso unterstrichen wie sein Ruf als fiskalisch gesundes Unternehmen.

Tritt ein Versicherer ein Portfolio an einen Rückversicherer ab, hängt er trotzdem am Haken, sollte der Rückversicherer nicht zahlen. AIG hatte 10,5 Milliarden Gründe, dieses Geschäft ausschließlich mit Berkshire einzugehen. Kein anderes Unternehmen hätte den AIG-Deal stemmen können.

Noch einmal: Der Quartalsgewinn ist gesunken. Aber wenn man tiefer gräbt, vermittelt Buffett uns, dass es ein gutes Quartal für den Ausbau des inneren Werts war. Und das ist es, worauf es bei Berkshire Hathaway ankommt.

## Selbstfahrende Autos

Selbstfahrende Autos seien sowohl für GEICO wie auch für die Eisenbahnen eine Bedrohung, sagte Buffett. Mehr Sicherheit auf den Straßen würde die Kosten aus wirtschaftlichen Verlusten senken. Das hieße weniger Beitragsdollars für GEICO. Lkws mit erhöhter Sicherheit würden den Wettbewerb für die Eisenbahnen verschärfen.

Bis dahin sei es aber noch ein langer Weg, glaubt Buffett.

Munger: „Ich denke, das ist völlig klar.“

Buffett: „Endlich, nach all den Jahren, Zustimmung.“

## Technologie

Eine Technologiefrage brachte Faszinierendes zu Buffetts Investitionen und Nicht-Investitionen in diesem Bereich zutage. So hat Berkshire zum einen einige IBM-Aktien verkauft. Er habe bei IBM falschgelegen, räumte Buffett ein. Er hätte erwartet, dass sich das Unternehmen während der vergangenen sechs Jahre besser entwickeln würde.

Zum anderen hat Berkshire seine Beteiligung an Apple unlängst auf 18 Milliarden Dollar erhöht. Apple verfüge natürlich über Produkte, in denen reichlich Technologie verbaut ist, aber die zentrale Frage sei: „Wie werden sich die Verbraucher in den kommenden Jahren verhalten?“

Dass Buffett Apple-Aktien kaufe, spreche entweder dafür, dass er verrückt sei oder dass er lerne, sagte Munger. Mit großer Wahrscheinlichkeit sei Letzteres zutreffend.

# Das Technologie-Zeitalter

Für Erschütterung sorgte Buffett mit seiner Erklärung, die Menschen würden es nicht zu schätzen wissen, wie sehr die Welt sich verändert habe.

Die fünf vom Börsenwert her größten Unternehmen der USA (ausgenommen Berkshire) stellen mit rund 2.500 Milliarden Dollar Marktkapitalisierung inzwischen zehn Prozent des gesamten Markts. Diese fünf Firmen – Alphabet, Amazon, Apple, Facebook und Microsoft) benötigen keinerlei Eigenkapital für ihren Betrieb. Nichts.

Es ist eine ganz andere Welt. Früher brauchte es große Re-Investitionen, um zu wachsen und immer größere Mengen an Geld zu verdienen. Nicht so bei diesen fünf, die eine *nahezu unendliche* Kapitalrendite erzielen. Andrew Mellon<sup>5</sup> wäre sprachlos, sinnierte Buffett. In seiner Welt konnte Wachstum nur aus erhöhtem Kapitaleinsatz hervorgehen. Mehr Laster, mehr Fabriken, mehr Werke, mehr Gerätschaften. Unser Kapitalsystem wurde mit realen Sachanlagen und Innovationen aufgebaut.

Das Wagniskapital jage diesem Trend sehr angestrengt hinterher und habe dabei viel Geld in den Sand gesetzt, warnte Munger. Nur einige wenige würden groß abkassieren.<sup>6</sup>

## Google

Im Technologiebereich hätten sie keinerlei Vorteile, erklärte Munger. Selbst als sie die Möglichkeit direkt vor ihrer Nase hatten, seien sie nicht schlau genug gewesen, Google zu verstehen.

Sie seien tatsächlich sehr dicht an Google dran gewesen, bestätigte Buffett. Sie wussten, GEICO bezahle 10 Dollar pro Klick, und das hätten sie auch gerne bezahlt. Darüber hinaus gab es keine Mehrkosten. Die Eigner waren sogar vor dem Börsengang noch bei Buffett.

„Ich habe es vermasselt“, gestand Buffett.

Munger fügte hinzu, Walmart wäre eigentlich ein absolutes Kinderspiel gewesen, aber auch das hätten sie vermasselt.<sup>7</sup>

## Amazon

Berkshire hält auch keine Amazon-Aktien, aber dabei handelt es sich Buffett zufolge um eine weniger große verpasste Gelegenheit. Auf neuen Gebieten sei es schwierig vorherzusagen, wer letztlich der Sieger sein werde. Noch beeindruckender sei es, wenn ein und dieselbe Person gleich zwei große Unternehmungen aus dem Stande aufgebaut habe, so wie es Jeff Bezos für Amazon mit dem Einzelhandel und der Cloud getan hat.

Seine Vision habe Bezos 1997 im Jahresbericht vorgestellt, sagte Buffett.<sup>8</sup> Selbst wenn man seine Pläne kannte, war es doch unwahrscheinlich, dass es ihm gelingen würde, sie erfolgreich in die Tat umzusetzen.

Was Amazon gelungen sei, war ausgesprochen schwierig und überhaupt nicht offensichtlich, sagte Munger. Google übersehen zu haben, sei schlimmer gewesen.

Jeff Bezos sei Mitglied einer anderen Spezies, erklärte Munger abschließend.

## Indizes

Buffett bat den 88-jährigen John Bogle, aufzustehen. Er scherzte, in zwei Jahren käme Bogle für eine Managementposition bei Berkshire infrage. Er lobte Bogle dafür, dass er sich sein Leben lang für Indexfonds stark gemacht habe.

Im weiteren Verlauf der Veranstaltung erörterte Buffett, wie er 2007 mit einem Dachfonds eine große Wette abschloss. Sein Argument lautete: Wenn ein Fondsverwalter zwei Prozent Verwaltungsgebühr und 20 Prozent der Gewinne einstrich, könne er unmöglich den Index schlagen. Laut Definition ist eine große Menge angehäufter Renditen durchschnittlich. Zieht man davon die hohen Gebühren ab, muss das Ergebnis unterdurchschnittlich sein. Es sei die Vertriebskultur der Wall Street, die dieses System am Leben erhalte, sagte Buffett.

Munger scherzte: „Ein Hedgefonds-Manager wurde gefragt: ‚Warum nehmen Sie zwei Prozent und zwanzig?‘ Darauf er: ‚Weil ich drei Prozent und dreißig nicht bekommen konnte.“

## Der Wells-Fargo-Fehler

Als Reaktion auf Fehlverhalten bei Wells Fargo merkte Buffett an, dass Berkshire von Dezentralisierung profitiere. Angesichts einer Belegschaftsgröße, die in die Hunderttausende gehe, stehe allerdings außer Frage, dass es irgendwo ein paar Menschen gebe, die sich falsch verhalten.

Berkshire setzt stark auf Verhaltensgrundsätze anstelle von Bergen an Vorschriften. Eine Kultur, die Selbstauswahl betreibe, sei besser als ein 1.000-seitiges Handbuch, so Buffett. Jedes Jahr schicke er allen Managern ein Schreiben mit dem „Salomon-Versprechen“: „Wenn Sie Geld des Unternehmens verlieren, werde ich Verständnis zeigen. Fügen Sie aber dem Ruf des Unternehmens nur den kleinsten Schaden zu, werde ich keine Gnade kennen.“

Bei Wells Fargo seien drei Fehler gemacht worden, aber vor allem einer davon würde die anderen in den Schatten stellen. Ein Fehler sei es gewesen, dass unbeabsichtigt Anreize für schlechtes Verhalten gesetzt wurden. Wie bei jeder starken Vertriebskultur besteht zudem immer das Risiko, dass der Druck zu groß war. Doch der allergrößte Fehler war der, dass der CEO nicht handelte, als die Dinge aus dem Ruder liefen.

Buffett blickte auf den Salomon-Skandal zurück. Paul Moser hatte US-



Bundesanleihen-Auktionen mit falschen Geboten manipuliert. Der damalige Firmenchef John Gutfreund wurde davon in Kenntnis gesetzt und sagte, er werde sich darum kümmern. Tat er aber nicht. Tatsächlich verglich er den Verstoß mit einem „Strafzettel“. Dann machte Moser noch einmal dasselbe. Der Pyromane hatte erneut gezündelt. Daraufhin brach für Salomon alles zusammen. Dieser „Strafzettel“ hätte um ein Haar das gesamte Unternehmen in den Ruin getrieben.

Es gibt Zeiten, da muss ein CEO einfach handeln.

Bei Wells Fargo unterschätzte die Führungsriege, welche Folge die Scheinkontenaffäre haben würde. Die Bußgelder beliefen sich auf 185 Millionen Dollar, eine Summe, die nicht sonderlich drastisch wirkte. Das war ein großer Fehler. Der CEO handelte nicht.

Buffett zitierte hier in revidierter Form Benjamin Franklin: „Vorbeugen ist besser als Heilen.“

## Idealer Zukauf

Er erkenne ein gutes Geschäft, wenn er es sehe, sagte Buffett. Jede Situation sei einzigartig, aber grundsätzlich gelte: Er liebe einen Wettbewerbsvorteil, der auf Jahrzehnte hinaus Bestand haben kann, talentierte und eifrige Manager, die zur Berkshire-Kultur passen, und natürlich einen guten Preis.

Der Kauf von See's Candy im Jahr 1972 sei ein Wendepunkt gewesen, ließ Buffett die damaligen Ereignisse Revue passieren. Sie hätten einen Nettopreis von 25 Millionen Dollar für ein Unternehmen bezahlt, dessen Vorsteuergewinn sich auf 4 Millionen Dollar belief – und das seitdem Vorsteuergewinne in Höhe von 2 Milliarden Dollar abgeworfen hat.

See's Candy sei damals etwas Besonderes gewesen und sei heute etwas Besonderes. Doch für einen nur unwesentlich höheren Preis hätten sie es nicht gekauft.

Munger: „Wir waren jung und ignorant.“

Buffett: „Jetzt sind wir alt und ignorant.“

## Ständiges Lernen – Unsere Dummheit in jungen Jahren hat uns geholfen

Einer der Punkte, den Buffett Jahr um Jahr aufgreift, ist der, wie wichtig das Lernen sei. Ein ordentlich gelebtes Leben bedeute, lernen, lernen, ständig lernen. Ihm sei aufgefallen, dass er am meisten dann lerne, wenn er falsch liege.

Munger warf ein, zum Lernen gebe es nichts Besseres als persönliche schmerzhaft Erfahrungen. Sie hätten in ihren jungen Tagen viele Erfahrungen gesammelt, als sie schauderhafte Unternehmen wieder auf Kurs brachten, und es helfe, mit der eigenen Nase auf etwas gestoßen zu werden.

Ihre Dummheit in jungen Jahren habe ihnen wirklich geholfen, stimmte Buffett zu.

Munger formulierte es etwas bildlicher: „Eine schmerzhaft Erfahrung ist in etwa so, als esse man Ackerkraut: Man konzentriert sich nur noch auf eine einzige Sache.“

Wenn man gut darin werden wolle, ein Unternehmen einzuschätzen, empfehle es sich, eine Zeit lang ein mieses Unternehmen zu führen, riet Buffett. Man erkenne, wie furchtbar es sein kann und dass es auch nicht helfe, einen hohen IQ zu haben.<sup>9</sup>

## Dauerhafter Wettbewerbsvorteil

Es ging eine Frage an Buffett zu den Unternehmen, in die er investiert hat und die in Schwierigkeiten stecken (beispielsweise American Express, Coca-Cola, Wells Fargo und die Fluggesellschaften). Buffett erinnerte uns daran, dass er sich in diese Firmen nicht eingekauft habe, weil sie niemals Probleme oder Konkurrenzdruck haben würden, sondern weil sie über *dauerhafte Wettbewerbsvorteile* verfügen. Bei American Express beispielsweise laufe die Platin-Karte sehr gut.

Berkshire ist nun bei vier der größten Fluggesellschaften größter Aktionär – und während die Branche ihre Probleme hat, weist sie dennoch auch Stärken auf.

Ein wichtiger Faktor sei es auch, inwieweit das Management imstande ist, sich gegen Konkurrenz zur Wehr zu setzen. National Indemnity – 1968 für 8 Millionen Dollar gekauft – habe sich jahrelang Plünderer vom Hals halten müssen und sich dann zu einem enormen Pfund für Berkshire entwickelt. Er fasste zusammen, wonach man auf der Suche sein solle: Eine Burg mit einem sehr breiten Burggraben und einem ehrlichen, begabten Ritter, der imstande ist, Plünderer in die Flucht zu schlagen.

Munger: „Dem habe ich nichts hinzuzufügen.“

Buffett: „Wir kürzen sein Gehalt, wenn er nichts beisteuert.“

## Fluggesellschaften

Erstaunlicherweise legte Buffett sehr deutlich dar, aus welchen Gründen Berkshire in Fluggesellschaften investiert hat. Nur selten lässt er sich so unverhohlen in die Karten schauen. Bei 80 Prozent Auslastung pro Sitz und Meile hält Buffett es für sehr wahrscheinlich, dass der Umsatz pro Passagiermeile in den nächsten fünf, zehn Jahren weiter steigen werde.

Überraschenderweise fällt die Kapitalrendite bei den Fluggesellschaften höher aus als bei UPS oder FedEx. Darüber hinaus kaufen die Unternehmen Aktien zu sehr niedrigen Kursen zurück. Selbst wenn das Geschäft stagniert, werden die Aktien auf einer Pro-Stück-Grundlage in den kommenden Jahren mehr wert sein.

Ein Kinderspiel werde das nicht, warnte Buffett. Wird der Preis vernünftig oder selbstmörderisch sein? Wohin entwickeln sich die Ölpreise? Die Beziehungen zu den Gewerkschaften scheinen sich stabilisiert zu haben, aber es mangelt an Piloten.

Das Eisenbahngeschäft sei jahrzehntelang furchtbar gewesen, sagte Munger. Dann hätten sich die Dinge gewandelt, und zwar zum Guten.

Entscheidende Faktoren werden die Margen aus dem operativen Geschäft sein, geringerer Streubesitz und der Preiswettkampf, fasste Buffett zusammen.<sup>10</sup>

## Innerer Wert eines Unternehmens

Eigentlich lasse sich der innere Wert eines Unternehmens nur rückwirkend kalkulieren, sagte Buffett: Die Summe an Barmitteln, die ab heute bis zum jüngsten Tag generiert werden, zu einem angemessenen Zinssatz zurück in die Gegenwart diskontiert. Der Buchwert sei ein Anfang, aber selbst 120 Prozent vom Buchwert würden Berkshires inneren Wert nicht gebührend ausdrücken.<sup>11</sup>

Ausgehend vom Jahr 2007 habe Berkshire jährlich um zehn Prozent aufgezinst, schätzte Buffett. Angesichts dermaßen niedriger Zinssätze werde es schwierig, auch in Zukunft ein derartiges Wachstum zu erzielen.

Wenn es eine Statistik für die Zukunft gibt, die Buffett gerne wüsste, dann wäre das: „Wie werden sich die Zinsen in den nächsten 20 Jahren entwickeln?“ Er schätzt, sie werden in den nächsten 20 Jahren etwas höher sein. Falls er Recht behält, könnte Berkshire zehn Prozent jährlich erreichen. Bleiben die Zinsen niedrig, wird Berkshire vermutlich unterhalb dieses Werts liegen.

In jedem Fall sei Berkshire für die Langstrecke ausgelegt, bekräftigte Buffett. Die Wahrscheinlichkeit, dass Berkshire katastrophale Renditen verkünden müsste, sei denkbar gering. Und auch die Wahrscheinlichkeit, dass Berkshire sensationelle Renditen melde, sei denkbar gering.

Munger warf ein, dass die Größe des Unternehmens die Performance bremse und sie das unter Beweis stellen.<sup>12</sup>

Berkshires Unternehmenssammlung sei im Schnitt den Firmen im S&P 500 überlegen, sagte Munger. Buffett stimmte zu und erklärte, bei Berkshire sei die Unternehmenskultur deutlich stärker am Aktionär ausgerichtet als bei den Firmen im S&P 500. Aktionäre würden wie Eigner behandelt und die geistige Haltung sei ebenfalls deutlich anders als bei den meisten börsennotierten Unternehmen, die zudem allen möglichen Arten von Druck unterliegen.

Buffett ging sogar noch weiter: „Ich kann mir kein Szenario vorstellen, das zu einem Zerbrechen Berkshires führen würde.“ Berkshire verfügt über eine extrem breite Spanne an Einkunftsquellen und ist in jeder nur denkbaren

Weise dafür ausgelegt, Stressbelastungen auszuhalten.<sup>13</sup>

Munger war wie üblich sehr „einfühlsam“: „Jede Menge Leute versuchen, brillant zu sein. Wir versuchen einfach nur, rational zu bleiben. Das ist ein großer Vorteil. Wenn man versucht, brillant zu sein, ist das gefährlich.“

## Steuersenkungen

Was die vorgeschlagenen Steuersenkungen angehe, könnten die Auswirkungen sehr breit gestreut sein, sagte Buffett. Bei Berkshire-Unternehmen, die in regulierten Märkten aktiv sind, seien die Renditen festgelegt, insofern würden sämtliche Vorteile an den Verbraucher weitergereicht. Für die anderen Unternehmen gelte, dass eventuelle Vorteile dem Konkurrenzdruck zum Opfer fallen könnten. Bei Monopolen würden alle Vorteile direkt in die Bilanz einfließen.

Die Geschichte zeigt, dass der Gesamtnutzen zwischen Firmen und Verbrauchern aufgeteilt wird.

## Risikoscheu

Sollte alles vor die Hunde gehen, würde es Berkshire deutlich besser ergehen, sagte Munger. Er wünsche niemandem etwas Böses, aber Berkshire profitiere davon, wenn die Zeiten chaotisch seien. Sei die Welt von Angst erfüllt, falle es den Menschen schwer zu glauben, dass auch wieder bessere Zeiten kommen werden. Berkshire habe keine derartigen Probleme.

Buffett glaubt daran, dass die Dinge besser werden, und zwar wieder und wieder. Dieser Glaube hat es ihm erlaubt, in schwierigen Zeiten viel Geld für sich arbeiten zu lassen. Und wenn erst einmal ein Angstklima herrscht, können Dinge sehr viel rascher passieren, als man es für möglich hält. 2008 beispielsweise steckten 2.500 Milliarden Dollar in Geldmarktfonds, erzählte Buffett. Innerhalb einer einzigen Woche wurden davon 750 Milliarden Dollar abgezogen.

Eine hübsche Randanekdote: Buffett erzählte, seine Tante Katie, die 97 Jahre alt wurde, habe ein einfaches Leben gelebt, besaß aber Berkshire-Aktien im Wert von 200 Millionen Dollar. Und trotzdem schrieb sie Warren alle drei, vier Monate an und fragte: „Entschuldige, dass ich dich störe, aber wird mir das Geld ausgehen?“ Und er schrieb zurück: „Liebe Katie, das ist eine gute Frage. Wenn du 986 Jahre alt wirst, wirst du kein Geld mehr haben.“

Er schloss wie folgt: „Wenn du reichlich Geld hast, sollte es keine Möglichkeit geben, dass irgendwann ein Minus daraus wird.“

## Kapitalzuteilung

Bei seinem Nachfolger sei es wichtig, dass die Person ihre Fähigkeiten in der

Kapitalzuteilung unter Beweis gestellt habe. Im Verlauf des nächsten Jahrzehnts werde Berkshire rund 400 Milliarden Dollar arbeiten lassen müssen, schätzte Buffett. Das wäre deutlich mehr Geld, als Berkshire bislang insgesamt investiert hat. Insofern liegt es auf der Hand, dass Kapitalzuteilung die wichtigste Gabe seines Nachfolgers sein muss.

Eine solche Person müsse ein „Händchen für Geld“ haben, sagte Buffett. Selbst jemand mit einem IQ von 140 könne schlechte Entscheidungen treffen, wenn es um Investitionen gehe. Man müsse ein Händchen für Geld haben, um geschickt über Geld und Geldanlage nachdenken zu können.

## Precision Castparts

Buffett ist zufrieden mit diesem Zukauf. Das Unternehmen besitze eine starke Position in der Luft- und Raumfahrtindustrie und ein außergewöhnliches Management. Die Gewinnzahlen von Precision Castparts (PCP) seien zu niedrig ausgewiesen, sagte Buffett, wenn man die aus dem Kauf resultierende jährliche Amortisation von 400 Millionen Dollar berücksichtige.

Er ist überzeugt, dass die langfristigen Aussichten für Flugzeugzulieferer rosig sind und dass es hier keinen digitalen Ersatz geben wird: „Es wird keinen 3-D-Druck von Flugzeugteilen geben.“

Alles in allem ist sich Buffett sicher, dass PCP vor einer großartigen Zukunft steht.<sup>14</sup>

## Produktivität

Buffett beantwortete mehrere Fragen zu 3G Partners und der aggressiven Sparpolitik dieses Unternehmens. Rasch entwickelte sich die Diskussion zu einem Überblick über das Thema Produktivität.

Wie schon im Berkshire-Jahresbericht 2016 sprach Buffett über die Geschichte der Produktivitätsverbesserungen. Ohne eine Steigerung der Produktivität würden wir noch immer so wie im Jahr 1776 leben. 80 Prozent der amerikanischen Arbeiterschaft war vor 200 Jahren auf Höfen beschäftigt. Landwirtschaft, Stahl, Einzelhandel – all diese Bereiche seien mit der Zeit immer produktiver geworden. Amerika sei die Geschichte einer ständigen Suche danach, Dinge zum Besseren zu wenden.

3G habe bei Kraft Heinz festgestellt, dass es das Geschäft auch mit weniger Leuten betreiben kann. Beim Thema Abfindungen sei 3G gerecht, betonte Buffett.

Es würde ihm nichts ausmachen, landwirtschaftlicher Selbstversorger zu sein und einen Fahrstuhlführer werde er auch nicht vermissen, warf Munger ein. Das sei für die jeweiligen Personen zwar unangenehm, aber Produktivität und Veränderungen seien eben Teil des Lebens.

Berkshires Ursprungsgeschäft, der Textilbereich, sei dem Untergang

geweiht gewesen, sagte Munger. Das war kein Spaß, aber für die Textilproduktion war es gesellschaftlich von Vorteil, an einen Standort zu ziehen, wo ein effizienteres Arbeiten möglich war. Berkshires Textilwerke wurden geschlossen, 2.000 Personen wurden freigesetzt. Es sei nichts falsch daran, die Produktivität zu steigern, sagte Munger. Recht zu haben bedeute allerdings nicht, dass man etwas auch immer tun solle, räumte er ein.

Mit Blick auf das Thema künstliche Intelligenz sagte Buffett, dass noch weiterer Wandel bevorsteht. Mit hoher Wahrscheinlichkeit werden die Veränderungen dazu führen, dass in bestimmten Bereichen weniger Arbeitskräfte benötigt werden. Gleichzeitig werde es aber für die Gesellschaft insgesamt gut sein.

Buffett lud zu einem Gedankenspiel ein: Angenommen, eine einzige Person müsste nur einen Knopf drücken und auf einen Schlag wäre das gesamte BIP der USA produziert. 150 Millionen Arbeitnehmer wären auf einen Schlag ohne Job. Das wäre eine enorm disruptive Umwandlung, aber letztendlich für die Gesellschaft förderlich.

Alles hänge davon ab, wie schnell sich die Menschen anpassen, sagte Munger. Als Klimaanlage entwickelt wurden, wurden sie sofort akzeptiert. Niemand in den Südstaaten sehnte sich nach den Zeiten zurück, als man noch verschwitzt war und entsprechend roch.

Der Wandel werde sich fortsetzen, aber so schnell werde es nicht gehen, sagte er abschließend und riet den Menschen, sich nicht allzu viele Sorgen zu machen.

## Berkshire Hathaway Energy: Wind und Solar

Buffett ist stolz darauf, wie viel Geld Berkshire in Wind- und Solarenergie investiert hat und er möchte noch viel mehr davon sehen. Gäbe es ein Solarprojekt in der Größenordnung von 5 Milliarden Dollar, würden sie es sich ansehen.

Iowa hat sich als sehr fruchtbarer Boden für Windprojekte erwiesen. 2016 war Windkraft für 55 Prozent aller Megawattstunden verantwortlich, die an Endverbraucher in Iowa verkauft wurden. Mithilfe neuer Projekte soll dieser Anteil bis 2020 auf 89 Prozent ansteigen. Iowa sei fantastisch für Windenergie, Kalifornien für Solarenergie, schloss Buffett ab.

Ein zentraler Faktor hier ist, dass Berkshire sehr viel Steuern bezahlt, insofern haben die Steuervergünstigungen für Wind- und Solarenergie für Berkshire einen echten Wert. Im Gegensatz dazu bleiben den meisten börsennotierten Versorgerbetrieben zum einen nach Dividendenzahlungen keine großen Barreserven mehr für Investitionen, zum anderen zahlen sie kaum echte Steuern. Insofern sind die steuerlichen Vergünstigungen von gar keinem oder nur geringem Wert.

Greg Abel habe sensationelle Arbeit geleistet, sagte Buffett. Die Preise bei

Berkshire Hathaway Energy seien auf den Märkten, auf denen das Unternehmen aktiv ist, um 21 bis 33 Prozent niedriger. Wenn ein Versorgerbetrieb im Mittleren Westen Strom für durchschnittlich 9,7 US-Cent pro Kilowatt produziert, schafft MidAmerican Energy das für nur 7,1 Cent.

In den kommenden zehn Jahren werde Berkshire deutlich mehr Geld in Versorgerbetriebe investieren, stellte Buffett in Aussicht. Berkshire sei bei den Kommissionen, die die Versorgerbetriebe regulieren, erste Wahl.

## Möglichkeiten

Man müsse da fischen gehen, wo die Fische seien, sagte Munger. China verfüge über sehr viel Fisch. Auf dem US-Markt dagegen würden sich zu viele Boote drängeln.

## Gesundheitswesen

Die Steuersätze für Unternehmen sind in den vergangenen 50 Jahren gesunken, gleichzeitig sind die Ausgaben im Gesundheitswesen stark in die Höhe geschossen. Buffett erzählte, dass die Unternehmenssteuern 1960 bei vier Prozent vom BIP gelegen hätten und die Ausgaben im Gesundheitswesen bei fünf Prozent. Heute dagegen würden die Unternehmenssteuern zwei Prozent betragen, die Ausgaben im Gesundheitswesen 17 Prozent.

Medizinische Ausgaben seien der „Bandwurm der amerikanischen Konkurrenzfähigkeit in Wirtschaftsbelangen“, sagte Buffett. Der Rest der Welt gebe fünf bis zehn Prozent seines Bruttoinlandsprodukts für das Gesundheitswesen aus, und zwar größtenteils mit vergesellschafteter Medizin.

Bei der medizinischen Versorgung gebe es vieles, was ihm nicht gefalle, warf Munger ein. Menschen, die schon fast tot seien, würden noch Chemotherapien unterzogen, zu viele chirurgische Eingriffe seien unnötig. Das sei nicht moralisch, erklärte er, aber verdeckte Interessen könne man nur schwer ändern. Wir sind ganz verliebt in unsere lebensrettenden Technologien. Das System sei verrückt und die Kosten aus dem Ruder gelaufen.

Die derzeitigen Trends würden nur noch schlimmer werden, sagte Munger.

## Rückblick und Ausblick

Ein 1965 geborener Zuhörer aus dem Publikum sagte, sein Leben lang habe Buffett Berkshire Hathaway geleitet. Ihn würde interessieren, so der 52-Jährige, was Buffett von Berkshires erster Aktionärsversammlung in Erinnerung geblieben sei. Außerdem habe er Buffett 2011 gefragt, wofür

dieser in 100 Jahren gerne bekannt sein würde. Heute, 2017, wolle er Munger dieselbe Frage stellen.

Munger beantwortete die zweiteilige Frage des Mannes. Seine früheste Erinnerung an die Aktionärstreffen sei Buffetts Antwort auf die uralte Frage nach seiner Hinterlassenschaft: „Er wurde gefragt, was man auf seiner Beerdigung sagen solle, und er erwiderte: ‚Ich möchte, dass jeder sagt, er habe noch nie einen dermaßen alten Leichnam gesehen.‘“

Buffett lachte über diesen gerne wiederholten Witz und warf ein: „Das ist möglicherweise das Klügste, das ich je gesagt habe.“

Dann wurde er ernst und erklärte, sein bestes Vermächtnis sei ganz einfach: Er liebt es zu lehren. Sein Leben lang hat er offiziell und inoffiziell gelehrt, außerdem hatte er einige der großartigsten Lehrer, die man sich nur vorstellen könne. Wenn also jemand der Ansicht sei, er habe als Lehrer einen ganz ordentlichen Job gemacht, dann würde ihm das sehr gefallen.

Abschließend erklärte Munger: „Damit der Lernprozess erträglich ist, muss eine Prise Klugscheißerei dabei sein. Und damit konnten wir beide aufwarten.“

- 1 Zum Vergleich: 2015 stieg die Zahl der Vertragsnehmer bei GEICO um 707.000, 2016 waren es 974.000 gewesen.
- 2 Vor allem aufgrund von „abgelenktem Fahren“. Am Steuer gilt: Hände weg vom Handy!
- 3 748.000 mal 2.000 Dollar pro Police.
- 4 AIG sieht sich derzeit im Visier des Aktionärsaktivisten Carl Icahn.
- 5 Anm. d. Übers.: Bankier und während der Weltwirtschaftskrise der 1920er-Jahre amerikanischer Finanzminister.
- 6 Wir verstehen die Aussage Buffetts so: So gewaltig die „FANG“-Aktien (Facebook, Apple, Netflix, Google) auch sein mögen, sie sind *weiterhin unterbewertet*. Daraus leiten wir ab, dass die Menschen noch immer nicht völlig begriffen haben, wie radikal anders die Kapitalmodelle dieser Firmen im Vergleich zu früheren Modellen sind.
- 7 Munger sitzt seit langer Zeit im Board von Costco, kennt sich also mit Mega-Warenhäusern aus. Warum hat Berkshire niemals eine größere Beteiligung an Costco aufgebaut?
- 8 Er empfahl auch, sich das Interview anzusehen, das Charlie Rose mit Bezos geführt hat.
- 9 Es tut uns leid, aber wir fühlen uns ein wenig rehabilitiert. 1986 stellte ich eine Frage zu den Textilfabriken von Berkshire: Wirtschaftlich herrsche Chaos, aber habe der Besitz Berkshires Wert nicht gesteigert, weil man Lektionen daraus gelernt und belegt habe, welche Geduld und welche Loyalität Buffett seinen Firmen gegenüber an den Tag legt? Buffett beantwortete meine Frage mit einem Witz, ich lief rot an und weiß nicht mehr, was er im Anschluss gesagt hat. Wie auch immer: Beim diesjährigen Aktionärstreffen haben sie deutlich erklärt, dass diese frühen Fehler lehrreich gewesen seien und beim Aufbau Berkshires geholfen haben.



- 10 Erneut lehrt uns Buffett, dass jede Branche nur ganz wenige Kennzahlen hat, die wirklich von Bedeutung sind. Das hier sind diejenigen, auf denen seine Airline-Wette fußt.
- 11 120 Prozent ist die Schwelle, ab der Berkshire eigene Aktien zurückkauft.
- 12 Obwohl Größe auch ihre Vorteile hat: Nur Berkshire war groß genug für das Geschäft mit AIG.
- 13 Buffett spricht häufig über diese Vielfalt an Einnahmequellen. Sie war der Grund, weshalb die Berkshire Insurance Group auch nach dem Wirbelsturm Andrew einen Gewinn ausweisen konnte. Diese Diversifizierung hat Buffett auch bei den Tochterfirmen aus dem Versorgerbereich und bei den betrieblichen Unternehmen umgesetzt.
- 14 Wir hatten erwartet, dass die Fähigkeit, Zukäufe zu tätigen, einen Teil des Reizes von PCP ausmacht. Tatsächlich hat PCP bereits zwei Transaktionen abgewickelt. PCP-Chef Mark Donegan schwärmte Corey vor, wie großartig es sei, für Warren zu arbeiten. Offenbar muss Donegan, wenn er ein lohnenswertes Geschäft sieht, nur zum Telefonhörer greifen und in Omaha anrufen. Darüber hinaus lässt Berkshire Donegan Freiraum, in die Entwicklung langfristiger Verträge im Bereich Luft- und Raumfahrt zu investieren. Diese Zyklen im Zulieferersegment sind zunächst sehr kostspielig, können aber in sehr langfristige und lukrative Gewinnströme münden. Als PCP noch börsennotiert war, bereiteten die ungleichmäßigen Gewinneingänge dem Unternehmen arge Kopfschmerzen beim Umgang mit Aktionären, Banken und Analysten. Jetzt, wo Donegan für Berkshire arbeitet, kann er am langfristigen inneren Wert arbeiten und muss sich nicht darum sorgen, ob es in den Gewinnzyklen zu kurzzeitigen Turbulenzen kommt.

# ANHANG I

## AM ANFANG WAR DIE KAPITALZUTEILUNG

---

Die Geschichte, wie Buffett Berkshire Hathaway übernahm, beginnt mit dem Thema Kapitalzuteilung.

1962 hatte Berkshire Hathaway auf seiner Aktionärsversammlung einen Vorschlag für einen Aktienrückkauf in großem Stil unterbreitet. Das weckte Buffetts Interesse. Zum damaligen Zeitpunkt wurden Aktienrückkäufe praktisch überhaupt nicht getätigt.

Da wir die ganze Geschichte faszinierend finden, hier Buffetts Schilderung aus dem Berkshire-Jahresbericht von 2014:

Am 6. Mai 1964 verschickte Berkshire Hathaway, das damals noch von einem Mann namens Seabury Stanton geleitet wurde, ein Schreiben an seine Aktionäre. Darin wurde ihnen angeboten, 225.000 Aktien zu einem Preis von 11,375 Dollar pro Aktie zurückzukaufen. Das Schreiben hatte ich erwartet, überrascht war ich allerdings von dem Preis.

Die Zahl der damals ausstehenden Berkshire-Hathaway-Aktien belief sich auf 1.583.680 Stück. Rund sieben Prozent dieser Anteile lagen bei der Buffett Partnership Ltd. („BPL“), einem Investmentunternehmen, das ich leitete und in dem praktisch mein gesamtes Nettovermögen steckte. Kurz bevor die Offerte hinausging, hatte Stanton mich gefragt, zu welchem Preis BPL seine Beteiligung verkaufen würde. Ich erwiderte „11,50 Dollar“ und er sagte: „Fein, dann sind wir im Geschäft.“ Dann kam Berkshires Schreiben und sie boten einen Achteldollar weniger. Stantons Verhalten machte mich sauer, deshalb nahm ich die Offerte nicht an.

Eine Entscheidung von monumentaler Dummheit.

Berkshire war zum damaligen Zeitpunkt ein im Norden der USA ansässiger Textilhersteller und steckte in einem furchtbaren Geschäft fest. Die Branche, in der das Unternehmen aktiv war, war auf dem

absteigenden Ast, im übertragenden Sinn und gleichermaßen im physischen. Und aus einer Reihe unterschiedlicher Gründe war Berkshire nicht in der Lage, das Ruder herumzureißen.<sup>1</sup>

Das traf zu, obwohl die Probleme der Branche seit Langem bekannt und verstanden waren. Bereits im Protokoll der Berkshire-Boardsitzung vom 29. Juli 1954 sind die düsteren Fakten niedergeschrieben: „Die Textilindustrie in Neuengland begann vor 40 Jahren, pleitezugehen. Während der Kriegsjahre wurde dieser Trend gestoppt, aber er muss anhalten, bis Angebot und Nachfrage wieder im Gleichgewicht sind.“

Ungefähr ein Jahr nach diesem Board-Treffen taten sich Berkshire Fine Spinning Associates und Hathaway Manufacturing zusammen. Die beiden Firmen mit Wurzeln im 19. Jahrhundert nahmen den Namen an, den wir heute tragen. Mit 14 Fabriken und 10.000 Mitarbeitern stieg das fusionierte Unternehmen zum Riesen unter Neuenglands Textilbetrieben auf. Was die beiden Geschäftsführungen als Fusionsvereinbarung erachteten, verwandelte sich schon bald zu einem Selbstmordpakt. In den sieben Jahren nach der Konsolidierung schrieb Berkshire rote Zahlen und der Nettowert schrumpfte um 37 Prozent.

Im selben Zeitraum schloss das Unternehmen neun Fabriken und nutzte den Liquidierungsprozess gelegentlich dazu, Aktien zurückzukaufen. Dieses Muster weckte mein Interesse.

Die ersten Berkshire-Aktien für BPL erstand ich im Dezember 1962, weil ich mit weiteren Schließungen und weiteren Rückkäufen rechnete. Die Aktie wurde damals für 7,50 Dollar gehandelt, ein deutlicher Abschlag auf das Betriebskapital in Höhe von 10,25 Dollar pro Aktie und den Buchwert von 20,20 Dollar. Die Aktie zu diesem Preis zu kaufen, war so, als hebe man einen weggeworfenen Zigarrenstummel auf, von dem man noch einen Zug würde nehmen können. Der Stummel mochte hässlich und durchnässt sein, aber der Zug würde nichts kosten. War dieser genussvolle Augenblick allerdings vorüber, dann war es das, mehr war nicht zu erwarten.

Berkshire hielt sich danach weiter ans Drehbuch: Schon bald wurden zwei weitere Fabriken geschlossen und im Mai 1964 sollten dann mit den Erlösen aus der Schließung Aktien zurückgekauft werden. Was Stanton bot, lag 50 Prozent über dem, was wir ursprünglich bezahlt hatten. Da war er also – mein Gratiszug an der Zigarre, anschließend würde ich mich anderswo nach weiteren weggeworfenen Zigarrenstummeln umsehen können.

Stattdessen jedoch ignorierte ich aus Ärger über Stantons Pfennigfuchserie sein Angebot und begann, aggressiv weitere Berkshire-Aktien hinzuzukaufen.

Im April 1965 hielt BPL 392.633 Aktien (von damals noch

1.017.547 ausstehenden Aktien) und bei einem Board-Meeting Anfang Mai übernahmen wir formal die Kontrolle über das Unternehmen. Das kindische Verhalten Stantons und mein kindisches Verhalten – was machte ein Achtel-Cent letztlich für einen Unterschied für einen von uns aus? – führte dazu, dass er seinen Posten verlor und ich mich in einer Position wiederfand, in der über 25 Prozent von BPLs Kapital in ein furchtbares Geschäft investiert waren, von dem ich nur wenig Ahnung hatte. Ich war der Hund, den tatsächlich das Auto erwischt hatte.

Die operativen Verluste und die Aktienrückkäufe hatten dazu geführt, dass sich der Nettowert von Berkshire am Ende des Steuerjahres 1964 auf 22 Millionen Dollar belief, nachdem es 1955 zum Zeitpunkt der Fusion noch 55 Millionen Dollar gewesen waren. Diese 22 Millionen Dollar wurden voll und ganz vom Textilgeschäft benötigt – das Unternehmen besaß keine überschüssigen Barreserven und schuldete der Bank 2,5 Millionen Dollar. Eine Zeitlang hatte ich Glück: Berkshire erfreute sich sofort einer zwei Jahre andauernden Phase guter Arbeitsbedingungen. Besser noch: Auf die damaligen Gewinne mussten keine Einkommenssteuern bezahlt werden, weil das Unternehmen einen großen Verlustvortrag aufwies, eine Folge der katastrophalen Zahlen der vorigen Jahre.

Und dann war Schluss mit den Flitterwochen. In den 18 Jahren ab 1966 mühten wir uns unermüdlich mit dem Textilgeschäft ab, aber es half alles nichts. Selbst Hartnäckigkeit – Dummheit? – stößt irgendwann an ihre Grenzen. 1985 warf ich schließlich das Handtuch und beendete den operativen Betrieb.

## Unterricht in Kapitalzuteilung

Buffett geht mit sich selbst hart ins Gericht, weil er nur aus Trotz wegen der Kleinlichkeit eines Stanton Seaburys ein sterbendes Textilunternehmen gekauft hat, aber für unseren Geschmack protestiert er zu viel.

Tatsächlich sind die Manöver, die Buffett in den folgenden Jahren an den Tag legte, ein beeindruckendes Beispiel für aggressive Kapitalzuteilung.

Hier sind die Zahlen: 1964, also im Jahr, bevor Buffett die Kontrolle übernahm, belief sich der Buchwert von Berkshire auf 19,46 Dollar pro Aktie, der Gewinn lag bei 0,15 Dollar pro Aktie. Zum Ende des Geschäftsjahres 1969 belief sich Berkshires Buchwert pro Aktie auf 43,18 Dollar, ein Plus von 120 Prozent, der Gewinn pro Aktie lag bei 8,07 Dollar.

Wie zur Hölle ist Buffett das mit einem sterbenden Textilunternehmen gelungen?

Sehen wir es uns an.

## Aktienrückkäufe

Als Buffett Berkshire kaufte, durchlief das Unternehmen gerade ein dramatisches Aktienrückkaufprogramm. 1964 kaufte Berkshire 469.602 Aktien, die Zahl der ausstehenden Anteile belief sich auf 1.137.778 – eine Reduzierung der Marktkapitalisierung um 29 Prozent! Die Käufe erfolgten zu einem Preis von durchschnittlich 11,32 Dollar pro Aktie und damit deutlich unterhalb des Buchwerts.

Indem also die Kapitalisierung zu sehr niedrigen Preisen eingedampft wurde, schuf man gleichzeitig einen gewaltigen Zuwachs beim Wert pro Aktie.

Unter Führung Buffetts kaufte Berkshire weitere 120.231 Aktien und reduzierte auf diese Weise die Kapitalisierung weiter. Insgesamt fiel die Zahl der Berkshire-Aktien zwischen 1964 und 1969 von 1.607.380 auf 1.017.547, eine Reduzierung um 37 Prozent.<sup>2</sup>

## Verborgener Wert

1964 belief sich der Verlustvortrag von Berkshire auf 5 Millionen Dollar.

Entsprechend der damals geltenden Bilanzierungsregeln floss dieser Posten nicht in die Berechnung des Buchwerts ein. Zusätzlich konnte dieser Aspekt von besonders großem Wert sein, denn zum damaligen Zeitpunkt betrug die Körperschaftssteuer bis zu 48 Prozent.

Wir schätzen, dass dieser Posten den Stückwert der Berkshire-Aktie um mehr als 2 Dollar erhöhte, während Berkshire den Verlustvortrag über mehrere Jahre aufbrauchte. Auf diese Weise wurde ein beträchtlicher Teil der Gewinne vor der Besteuerung geschützt.

## Investitionen

Durch zusätzliche Verkäufe von Vermögenswerten sowie einen Abbau von Inventar und Betriebskosten generierte Buffett Barmittel für Investitionen.

Er investierte in Wertpapiere, die beträchtlich aufwerteten, und liquidierte das Portfolio in den Jahren 1968 und 1969. Für diese Verkäufe meldete er für 1968 einen Nettogewinn von 2,20 Dollar pro Aktie (1,49 Dollar vom Mutterunternehmen und 0,71 Dollar von den Versicherungstöchtern) und für 1969 einen Nettogewinn von 4,16 Dollar pro Aktie (3,87 Dollar vom Mutterunternehmen und 0,29 Dollar von den Versicherungstöchtern). Das macht nach Steuern eine Wertsteigerung von 6,36 Dollar pro Aktie.

## Zukäufe

1967 übernahm Berkshire für 8,4 Millionen Dollar National Indemnity. Das Unternehmen diente als Fundament für Berkshires Versicherungsimperium.

Mit dem Jahresbericht von 1969 expandierte Berkshire in die Bereiche Kautionsversicherungen, Berufsunfallversicherungen und

Rückversicherungen.

1969 kaufte Berkshire die Illinois National Bank & Trust aus Rockford, Illinois.

## Erträge und Ertragskraft

Durch diese beiden neuen Geschäftsfelder stellte Buffett Berkshires Ertragskraft auf neue Beine.

Von den 8,07 Dollar Gewinn pro Aktie, die Berkshire 1969 erzielte, stammten 4,66 Dollar aus dem operativen Geschäft: 0,79 Dollar aus dem Textilbereich, 2,31 Dollar von den Versicherungstöchtern und 1,56 Dollar aus dem Bankenwesen.<sup>3</sup>

Wichtig ist hier, dass der Großteil von Berkshires künftiger Ertragskraft nicht mehr im Textilbereich zu finden war, sondern bei den Versicherungen, den Banken und den Anlagen.

Auffällig hier: Die 1969 ausgewiesenen 43,18 Dollar Buchwert pro Aktie standen für ein deutlich besseres Unternehmen als jenes, welches 1964 einen Buchwert von 19,46 Dollar gemeldet hatte. Das neue Unternehmen war breiter aufgestellt, besaß mehr Ertragskraft und hatte bessere Wachstumsprognosen. Der Zugewinn beim inneren Wert überstieg also noch die 120 Prozent, die der Buchwert pro Aktie gewachsen war.

Trotzdem er in der zum Untergang geweihten Textilindustrie gestartet war, verwandelte Buffett Berkshire Hathaway innerhalb von gerade einmal fünf Jahren dank seines Talents bei der Kapitalzuteilung in einen dynamisch wachsenden Koloss.

- 1 Charlie Munger bezeichnete Textilien einmal als „erstarrte Elektrizität“, insofern war die Verlagerung der Produktion in die südlichen Staaten unvermeidlich. Mit seinem typischen „Understatement“ erklärte Munger, das Textilgeschäft in den Neuenglandstaaten sei „absolut dem Untergang geweiht und definitiv zum Scheitern verurteilt“.
- 2 Heute gibt es noch knapp über 1,6 Millionen ausstehende Aktien. Die Menge der Berkshire-Aktien hat in den vergangenen 50 Jahren also kaum zugenommen.
- 3 Von diesen Gewinnen entfielen 4,16 Dollar auf Einmalgewinne aus der Liquidierung des Investmentportfolios.

## ANHANG II

### SPEKTAKULÄRE ZUGEWINNE BEI DER BELIEBTHEIT

---

Während Buffetts Ruhm und Wohlstand wuchsen, nahm auch die Begeisterung rund um die ehemals bescheidenen Aktionärsversammlungen zu:

- So sahen in den 1970er-Jahren die Jahreshauptversammlungen von Berkshire aus: Ein halbes Dutzend Aktionäre traf sich in einem örtlichen Café.
- 1980 nahmen gerade einmal 13 Personen an der Versammlung teil.
- 1984 war Corey, mein heutiger Partner, seit Kurzem neu bei Berkshires Revisionsabteilung und traf sich mit einigen wenigen Dutzend Unerschütterlichen im Red Lion Inn.
- Ich war 1985 das erste Mal bei der Aktionärsversammlung dabei. Das Treffen fand im Joslyn Art Museum statt, wohin man gegangen war, um der „Massen“ Herr zu werden. Die Teilnehmerzahl betrug etwa 300 Personen.
- 1989 fing die Hauptversammlung 15 Minuten später an, da sich über 1.000 Personen hereindrängten. „Viel mehr Leute kommen, um über Geld zu reden, als sich alte Bilder anzusehen“, sagte Buffett.
- 1994 nahm die Beteiligung weiter zu. 3.000 Aktionäre quetschten sich ins Orpheum Theater. Wenn das so weiter gehe, werde im kommenden Jahr nur noch die örtliche Pferderennbahn AK-SAR-BEN für die Veranstaltung infrage kommen, sagte Buffett. Berkshire rutsche kulturell immer weiter ab, erklärte er – von einem Kulturtempel (das Joslyn Art

Museum) ziehe man um in ein altes Varieté-Theater und lande schließlich in einer Spielhöhle.

- 1997 strömten 7.700 Aktionäre in das Auditorium von AK-SARBEN.
- Im August 2001 waren mehr als 10.000 Anhänger in dem Veranstaltungsort, der heute CenturyLink Center heißt.
- Bis 2003 verdoppelte sich die Teilnehmerzahl nahezu auf fast 19.000.
- Im Mai 2008 übernahm Warren endgültig Omaha, als 31.000 seiner engsten Freunde in der Stadt einfielen.
- Im Mai 2013 wurde die bislang größte Teilnehmerzahl verzeichnet: Warren traf sich mit 45.000 Freunden im CenturyLink Center.
- 2016 leiteten die „Professoren“ Buffett und Munger das allererste Livestreaming (per Yahoo Finance) einer Berkshire-Jahreshauptversammlung und sprachen auf diese Weise vor einem globalen Publikum. Aufgrund der Live-Übertragung sank die Teilnehmerzahl um etwa zehn Prozent.



# ANHANG III

## LEKTIONEN AUS DER BERKSHIRE MALL

---

Dass die Teilnehmerzahlen an den Aktionärsversammlungen so explodierten, liegt auch daran, dass Buffett ab Mitte der 1990er-Jahre stimmungsvolle Shopping-Veranstaltungen einführte.

Dem geborenen Unternehmer Buffett wurde klar, welche Kaufkraft seine Aktionäre mitbringen. Das Wochenende wurde für das Zielgruppenmarketing der Berkshire-Tochterfirmen im Einzelhandel zu einer Goldgrube. Seither schlagen sie durch die Eröffnung der „Berkshire Mall“ enormes Kapital aus den gewaltigen Besucherzahlen.

Heute strömen die Berkshire-Aktionäre in Scharen in das Erdgeschoss des CenturyLink Center. Dort erwartet sie ein kleines Einkaufszentrum, in dem die Tochterfirmen an Ständen ihre Waren verkaufen.

Schamlos werden dort so viele Berkshire-Unternehmen beworben, wie im Showroom Platz finden. Dazu gehörten unter anderem:

- Benjamin Moore Paints
- Borsheim's Jewelry
- Clayton Homes
- Cort Business Furniture
- Dairy Queen
- Fruit of the Loom
- GEICO-Versicherungen
- Ginsu Knives
- H.H. Brown, Schuhe
- Justin Boots
- Kirby, Staubsauger
- Larson-Juhl, maßgefertigte Rahmen

- M&T Bank
- Nebraska Furniture Mart
- Pampered Chef
- Quikut, Messer
- See's Candy
- Shaw Carpets
- World Book

Wem das an Marken nicht reicht, der kann seine Einkäufe und Geschenke in Einkaufstüten mit dem Coca-Cola-Logo nach Hause tragen. Auf allen nur möglichen Produkten, prangen Karikaturen von Buffett.

Das ist allerdings keine Spielerei, ganz im Gegenteil: 2008 kam der Nebraska Furniture Mart während des Wochenendes auf 7,5 Millionen Dollar Umsatz, ein Ergebnis, das die meisten Einzelhandelsgeschäfte gerne am Jahresende würden vorweisen können. 2012 verkündete Buffett voller Stolz, dass die Aktionäre 35 Millionen Dollar für alles von See's Candy bis zu Schmuck von Borsheim ausgegeben hätten. Das entsprach Ausgaben von durchschnittlich 1.000 Dollar pro Teilnehmer. Und 2014 verzeichnete der Nebraska Furniture Mart in der Woche der Aktionärsversammlung über 40 Millionen Dollar Umsatz – das entsprach zehn Prozent des Jahresergebnisses.

Buffett ermöglicht es den Berkshire-Aktionären auf diese Weise nicht nur, ihren Teil zum Konzernumsatz beizusteuern, die Mall funktioniert gleichzeitig auch noch als großartige Unterrichtshilfe – vermittelt sie den Aktionären doch auf praktische Weise, wie Berkshire zu einer Ansammlung derart großartiger operativer Unternehmungen geworden ist.

Es ist ein wenig so, als würde Buffett auf wenig subtile Weise dem Publikum zuhellen, dass Berkshire bereits seit Jahren mehr ist als nur eine Investmentholding.

## ANHANG IV

### VERHÄLTNIS VON BARMITTELN, AKTIEN UND ANLEIHEN

---

1985 stieg der Anteil der Barmittel vor allem deshalb an, weil General Foods von Philip Morris übernommen wurde. Und durch die Fusion von General Re 1998 verringerte sich der Wertpapieranteil von 76 auf etwa 55 Prozent.

Jahr	Portfolio (in Mio. Dollar)	Prozentuale Verteilung		
		Barmittel und Barmittel- äquivalente	Wertpapiere mit fester Fälligkeit	Aktien und andere Investitionen
1979	615	5	30	65
1980	764	8	24	68
1981	911	8	22	70
1982	1.162	5	16	79
1983	1.516	5	14	81
1984	1.710	10	18	72
1985	2.676	38	18	44
1986	3.288	9	34	57
1987	4.666	5	44	51
1988	5.639	5	32	63
1989	8.263	2	34	64
1990	8.994	3	34	63
1991	12.283	6	19	75
1992	14.948	8	14	78
1993	16.487	11	13	76

Jahr	Portfolio (in Mio. Dollar)	Prozentuale Verteilung		
		Barmittel und Barmittel- äquivalente	Wertpapiere mit fester Fälligkeit	Aktien und andere Investitionen
1994	18.355	2	15	83
1995	26.362	10	6	84
1996	35.537	4	18	78
1997	47.548	2	22	76
1998	74.589	18	29	53
1999	73.565	5	41	54
2000	77.086	6	43	51
2001	72.471	7	51	42
2002	80.494	13	50	37
2003	95.589	33	27	40
2004	102.929	39	22	39
2005	115.615	34	23	41
2006	125.715	30	20	49
2007	141.217	27	20	53
2008	122.025	20	22	58
2009	145.982	19	22	59
2010	147.772	24	23	53
2011	153.909	22	20	58
2012	176.331	24	18	58
2013	211.308	20	13	67
2014	228.906	25	12	63
2015	236.803	26	11	63
2016	244.531	29	9	62

# ANHANG V

## ÜBER DIE ARBEIT AN DIESEM BUCH

---

Dies ist ein historisches Dokument, aber die ursprünglichen Schreiben wurden nicht so abgedruckt, wie sie seinerzeit an unsere Kunden verschickt wurden. Es handelt sich vielmehr um die kuratierten Höhepunkte der ursprünglichen Texte.

Der Grund dafür: Diese Rundbriefe waren niemals dafür gedacht, gesammelt und in einem Band abgedruckt zu werden. Insofern gibt es von einem zum nächsten Jahr viele Redundanzen. Natürlich würden derartige Wiederholungen den Leser nur unnötig ermüden. Wann immer möglich, wurden Redundanzen daher entfernt.

Auch die ursprünglichen Rundbriefe wurden editiert. Da es sich um historische Dokumente handelt, habe ich viele Tippfehler beibehalten. Allerdings stachen Corey und mir bei der Zusammenstellung dieser Sammlung einige Fehler dermaßen ins Auge, dass wir nicht anders konnten. Es gab also leichte Korrekturen und einige stilistische Veränderungen.

Es wurde nichts Wesentliches ausgelassen. Alle Informationen sind dieselben.

# DANKSAGUNGEN

## DAN BEDANKT SICH

---

Ein gewaltiges Dankeschön an meinen Partner und besten Freund Corey Wrenn, der so viel zu meinem Verständnis von Berkshire beigetragen hat. Danke, Corey, für die ausführlichen Notizen, die du angefertigt hast und die zusammen mit meinen Notizen das Rohmaterial für dieses Buch bildeten. Es war großartig, mit dir an meiner Seite an diesen Aktionärsversammlungen teilzunehmen. Danke, dass du an mich geglaubt hast – vor allem dann, wenn ich selbst nicht an mich geglaubt habe. Deine Unterstützung war von unschätzbarem Wert.

Danke auch an unsere Klienten bei Pecaut & Company. Ohne Sie wären diese Rundschreiben niemals entstanden. Viele von Ihnen haben gemeinsam mit uns zahlreiche Auf- und Abs an den Märkten durchlebt – und nicht nur an den Märkten, sondern auch im Leben selbst. Wir sind sehr dankbar für Ihre Beziehung zu uns.

Ich möchte meine Dankbarkeit gegenüber Austin Pierce zum Ausdruck bringen. Du hattest die Vision zu erkennen, dass dieses Buch möglich ist. Du hast mich inspiriert, nicht vor der Idee zurückzuschrecken, sondern sie real werden zu lassen. Ohne dich hätte ich es nicht geschafft, Austin.

Ein noch größeres Dankeschön geht an meine Assistentin Shelby Pierce, die diese ganze Sache überhaupt erst ins Rollen brachte, indem sie mich ihrem Ehemann Austin vorstellte. Shelby unterstützt mich jeden einzelnen Arbeitstag mit ihrer unerschütterlichen Arbeitsmoral und ihrer guten Laune. Jeder sollte eine Shelby in seinem Leben haben.

Danke an Gayle Rupp, die seit vielen Jahren bei Pecaut & Company dafür sorgt, dass die Dinge so reibungslos laufen, dass ich mich an verrückte Projekte wie dieses Buch wagen kann. Wir haben bei der Arbeit eine tolle Truppe und jeden Tag weiß ich das aufs Neue zu schätzen.

Danke an unsere Beta-Leser: David Aycock, Dan Boyle, Helen Burstyn, Frank Franciscovich, Andrew Henshon, Phil McLaughlin, Mary Pecaut und

Robert Roy. Eure Rückmeldungen haben dieses Buch noch erheblich verbessert. Ich bin euch allen zutiefst dankbar.

Allergrößte Dankbarkeit empfinde ich gegenüber meinen Eltern Dick und Dottie, die mir so viele wichtige Lektionen fürs Leben beigebracht haben. Sie sorgten für ein Umfeld der Liebe und Neugier, in dem unsere Familie wachsen konnte. Auch wenn sie nicht mehr leben, hallen ihre lehrenden und ermutigenden Stimmen weiter nach.

Dankeschön sage ich meinen Kinder John, Charlie und Danielle, die mir geholfen haben, auf tausend und eine Art zu wachsen. Bis vor Kurzem dachte ich immer, mein größter Wunsch für sie sei es, glücklich zu sein. Jetzt habe ich erkannt, was ich mir wirklich für sie wünsche – dass sie nämlich die hundertprozentige die Verantwortung für ihr Leben übernehmen. Und das haben sie. Ich könnte mich für sie nicht noch mehr freuen.

Vor allem aber: Ein großes, liebevolles Dankeschön gilt meiner Frau Kay, meinem Schatz seit der Highschool und meine größte Lehrerin. Sie hat mich immer geliebt und unterstützt. Geld ist für sie nicht so bedeutsam, wichtiger ist ihr, dass ich Integrität, Großzügigkeit und Liebe zeige.

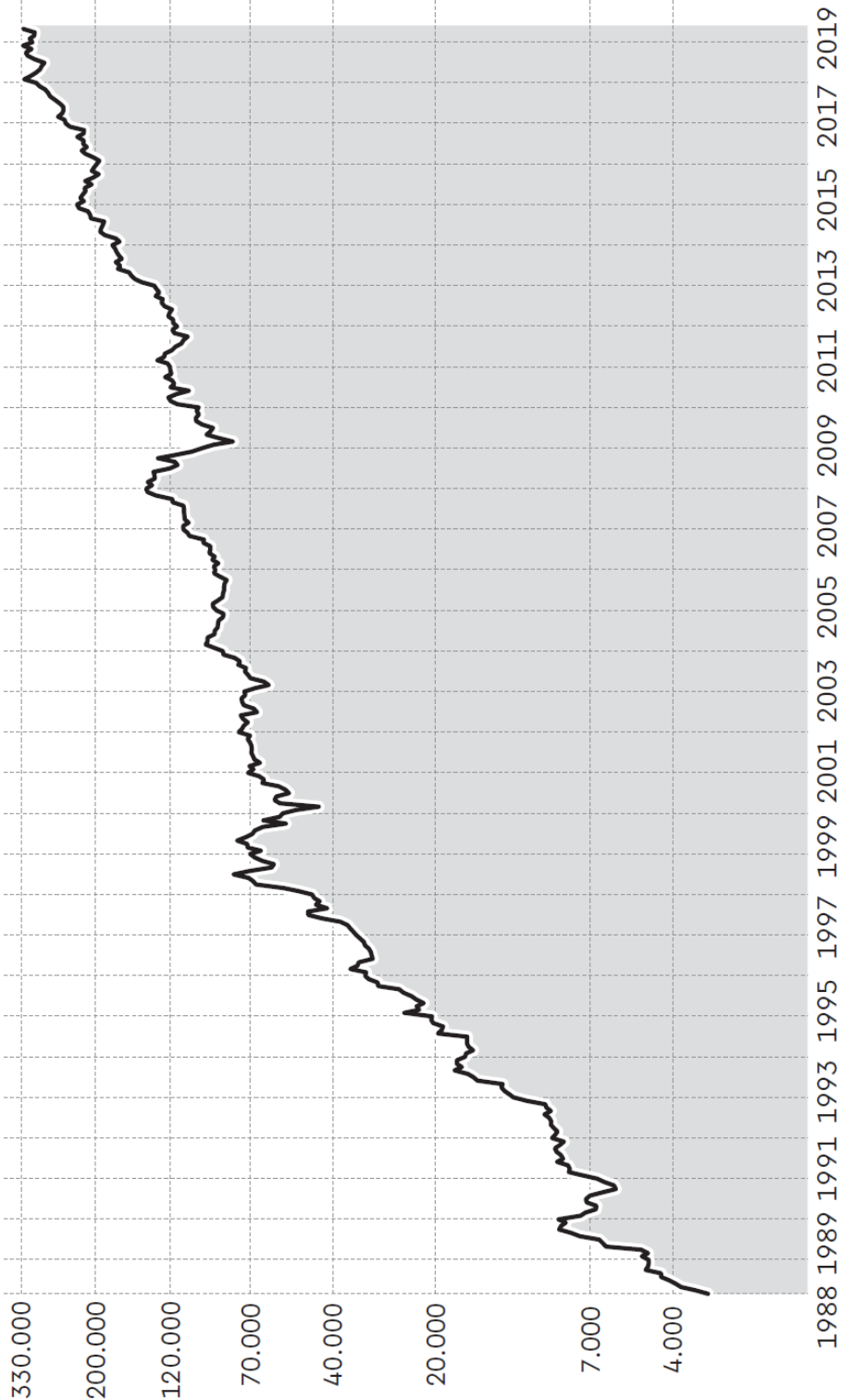
Zu großem Dank bin ich Warren Buffett und Charlie Munger verpflichtet. Ohne Sie hätten wir dieses Buch nicht machen können. Vielen Dank für die letzten drei Jahrzehnte. Bis zum nächsten Jahr!



# CHARTS

---

**Berkshire Hathaway Inc. A in US-\$, 1988–2019**



**Berkshire Hathaway Inc. B in US-\$, 1997–2019**

